



**As Recentes Reformas de Regulação Bancária Estrutural dos
Estados Unidos da América, do Reino Unido e da União
Europeia**

por

Ema de Maria Chagas Mariquito

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Economia pela Faculdade
de Economia do Porto

Orientada por:

Professor Doutor José Manuel Peres Jorge

Setembro, 2015

Nota Biográfica

Ema de Maria Chagas Mariquito nasceu a 10 de agosto de 1992, em Portalegre. Terminou o curso de Ciências Socioeconómicas na Escola Secundária de São Lourenço com média de 16 valores. Em 2010, foi admitida na Universidade de Évora, no curso de Economia e, no último ano do curso, participou no programa LLP Erasmus na República Checa. Em julho de 2013, concluiu a sua licenciatura com média final de 16 valores. Desde setembro de 2013 que frequenta o Mestrado em Economia na Faculdade de Economia do Porto e a sua dissertação de Mestrado tem como título “As Recentes Reformas de Regulação Bancária Estrutural dos Estados Unidos da América, do Reino Unido e da União Europeia”.

Agradecimentos

Esta dissertação representa a concretização de um dos meus grandes objetivos. Dirijo o meu profundo agradecimento a todos os que contribuíram decisivamente para a sua realização.

Ao Professor Doutor José Jorge pela sua disponibilidade, simpatia, partilha de conhecimentos e, acima de tudo, pelas suas valiosas sugestões.

À minha família, em especial aos meus pais, irmã e avós, por todos os valores transmitidos que me inspiram todos os dias a ser melhor, por acreditarem sempre em mim e por estarem sempre presentes. Sem o vosso apoio e amor incondicionais não seria possível chegar a este momento.

Por fim, ao meu namorado, por todas as palavras de encorajamento que fizeram toda a diferença, por todo o carinho e dedicação... Por tudo o que para mim representas.

Resumo

A crise financeira que teve início em 2007 evidenciou de forma clara as fragilidades das estruturas bancárias norte-americanas e europeias. No sentido de solucionar estas fragilidades, as autoridades de regulação estão atualmente a implementar reformas de regulação bancária estruturais nos Estados Unidos da América e no Reino Unido e a elaborá-las na União Europeia. Estas reformas procuram proteger as atividades bancárias tradicionais do risco associado às atividades típicas da banca de investimento, através da introdução de um conceito de segregação entre estes dois tipos de atividades bancárias baseado nas disposições Glass-Steagall de 1933.

A presente investigação visa definir as características de cada uma das recentes reformas estruturais, identificar os elementos que as distinguem e analisar as principais potenciais implicações da adoção destas reformas com base na teoria económica.

É inegável a necessidade de reformar as estruturas bancárias norte-americanas e europeias. Porém, a adoção das reformas em estudo poderá causar graves implicações negativas, as quais poderão colocar em causa a prossecução dos objetivos centrais partilhados por estas reformas e poderão originar a proliferação de efeitos nefastos na economia global. Assim, considera-se necessária a realização de uma avaliação contínua das recentes reformas, no sentido de garantir que estas contribuem positivamente para a harmonia do sistema financeiro e da economia como um todo.

Palavras-chave: Regulação bancária, instituições demasiado grandes para falir, estabilidade financeira, Regra de Volcker, Relatório de Vickers, Relatório de Liikanen

Códigos JEL: G18, G21, G24, G28, L51

Abstract

The financial crisis of 2007 has highlighted the fragilities of the American and European banking structures. As a response to these fragilities the regulatory authorities are currently implementing structural banking regulation reforms in the United States of America and in the United Kingdom and in the European Union the regulatory authorities are still planning them. The purpose of these reforms is to protect banking traditional activities from the typical investment banking activities' risk, through the introduction of a concept of segregation between these two types of banking activities based on the Glass-Steagall dispositions of 1933.

This project intends to define the characteristics of each of the recent structural reforms, to identify the elements that distinguish them, and to analyze the major potential implications of implementing the reforms, in accordance with theory of economics.

The need to reform the American and European banking structures is unquestionable. However, the adoption of the structural reforms in analysis might result in severe negative implications, jeopardizing the core objectives of the reforms themselves and causing the proliferation of adverse effects on the global economy. Thus, the continuous evaluation of these reforms is considered necessary in order to ensure that they contribute positively towards the harmony of the financial system and the economy as a whole.

Keywords: Bank regulation, too-big-to-fail institutions, financial stability, Volcker Rule, Vickers Report, Liikanen Report

JEL codes: G18, G21, G24, G28, L51

Índice de Conteúdos

Nota Biográfica	i
Agradecimentos.....	ii
Resumo.....	iii
Abstract.....	iv
Índice de Figuras.....	vii
Índice de Quadros.....	viii
Índice de Abreviaturas	ix
Introdução	1
1. Revisão de Literatura	5
2. Contextualização Histórica	8
2.1. Banking Act de 1933: Glass-Steagall	8
2.2. Movimento de Desregulação Financeira.....	11
2.3. A Recente Crise Financeira.....	14
3. As Recentes Reformas de Regulação Bancária Estrutural	20
3.1. Regra de Volcker (EUA).....	21
3.2. Relatório de Vickers (RU)	25
3.2.1. <i>Financial Services (Banking Reform) Act de 2013: Principais Disposições</i>	27
3.3. Relatório de Liikanen (UE).....	30
3.3.1. <i>Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho Relativo às Medidas Estruturais Destinadas a Melhorar a Capacidade de Resistência das Instituições de Crédito da UE: Principais Disposições</i>	33
3.4. Análise Comparativa entre as Recentes Reformas de Regulação	36
3.4.1. <i>Recentes Reformas de Regulação versus disposições Glass-Steagall: Breve Análise Comparativa</i>	36
3.4.2. <i>Comparação entre as Recentes de Reformas de Regulação</i>	37
3.5. Potenciais Implicações	43
3.5.1. <i>Elevados Custos de Implementação</i>	45
3.5.2. <i>Dificuldade de Distinção entre as Atividades de Proprietary Trading e as Atividades Permitidas de Market-Making</i>	46
3.5.3. <i>Redução de Liquidez e Custos Mais Elevados de Capital</i>	48

3.5.4.	<i>Deslocação das Atividades Proibidas para o Setor Shadow Banking</i>	49
3.5.5.	<i>Arbitragem Regulatória Transfronteiriça e Dificuldades de Supervisão</i>	51
4.	Conclusão	55
	Apêndice A: Glossário	59
	Referências Bibliográficas	62

Índice de Figuras

Figura 1: Evolução do número de falências bancárias nos EUA (1834-1964)	9
Figura 2: Número de empréstimos <i>subprime</i> concedidos entre 2000 e 2005, nos EUA (em milhões)	15
Figura 3: Principais empréstimos <i>overnight</i> de emergência concedidos pela Reserva Federal, entre março de 2008 e maio de 2009 (em milhares de bilhões de dólares americanos).....	17
Figura 4: Ajuda estatal utilizada pelo setor financeiro na UE-27, entre outubro de 2008 e dezembro de 2010, em percentagem do PIB de 2010.....	17
Figura 5: Separação bancária estrutural prevista pela Regra de Volcker	23
Figura 6: Separação bancária estrutural recomendada pelo Relatório de Vickers	26
Figura 7: Separação bancária estrutural sugerida pelo Relatório de Liikanen	32

Índice de Quadros

Quadro I: Atividades proibidas e atividades permitidas para a instituição depositária	39
Quadro II: Comparação entre as recentes reformas de regulação bancária estrutural..	40
Quadro III: Dimensões que distinguem as recentes reformas de regulação bancária estrutural	42

Índice de Abreviaturas

BHCA: Banking Holding Company Act de 1956

BISG: Banco com Importância Sistémica Global

BRA: Financial Services (Banking Reform) Act

CE: Comissão Europeia

ERF: Entidade *Ring-Fenced*

GLBA: Gramm-Leach-Bliley Act

HB: *Holding* Bancária

ICC: Instituição Central de Crédito

IFNM: Instituição Financeira Não-Monetária

RF: *Ring-Fencing*

Introdução

A crise financeira que teve início em 2007, nos Estados Unidos da América (EUA), e que se expandiu por todo o mundo, com especial impacto nos países europeus, foi o episódio mais grave de problemas económicos e financeiros desde a década de 30 do século XX (Richardson *et al.*, 2010). As autoridades de regulação encontram-se, ainda hoje, a elaborar e a implementar soluções para resolver os desafios criados pela recente crise.

Em termos históricos, em 1929 iniciou-se uma grave crise económica nos EUA que perdurou durante a década de 30. A solução legislativa para essa crise foi a aprovação de Banking Act de 1933, que modificou profundamente o setor bancário norte-americano. A maior alteração introduzida pela lei de 1933 foi a separação total entre a banca comercial tradicional e a banca de investimento e outros negócios de investimento de elevado risco, cuja base legal está inscrita nas Secções 16, 20, 21 e 32 da lei, que são comumente conhecidas por “Glass-Steagall” (Barth *et al.*, 2000). A lógica associada a Glass-Steagall é proteger as atividades bancárias desenvolvidas pela banca comercial do risco das atividades relacionadas com o negócio da banca de investimento (Funk e Hirschman, 2014).

Apesar de as disposições Glass-Steagall terem contribuído decisivamente para um período de cerca de meio século de relativa estabilidade financeira (Gorton e Metrick, 2013), a evolução do sistema financeiro começou a desafiar a necessidade da vigência dessas disposições. De facto, a partir da década de 70, os bancos começaram a desenvolver formas inteligentes de reinterpretar e de contornar a lei, tendo recebido, por diversas vezes, o consentimento das autoridades de regulação. A crescente permissividade regulatória resultou, finalmente, na revogação das Secções Glass-Steagall 20 e 32 devido à aprovação, em 1999, de Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) (Vickers, 2012). GLBA desmantelou a barreira separadora de Glass-Steagall, restaurando o modelo bancário universal nos EUA, permitindo a criação de instituições financeiras de enormes dimensões (os grandes “conglomerados financeiros”) e transmitindo, novamente, a cultura de risco da banca de investimento à banca comercial tradicional. Os críticos de GLBA alertaram para a possibilidade deste regime implicar que os apoios governamentais concedidos à banca comercial se estendessem à banca de

investimento, podendo incentivar a tomada excessiva de risco e, assim, agravar a problemática de “demasiado grande para falir” (Wilmarth, 2002).

Menos de uma década após a revogação parcial de Glass-Steagall, o sistema financeiro global encontrava-se à beira do abismo. As atividades de elevado risco desenvolvidas pelos grandes conglomerados financeiros puseram em causa a solvabilidade destas instituições e a estabilidade financeira global. Dada a importância destas enormes instituições para o sistema financeiro, os governos e os bancos centrais dos EUA e da Europa auxiliaram-nas com o intuito de evitar o desencadeamento de uma crise sistémica. Porém, como os críticos de GLBA anteciparam, a dimensão da extensão do subsídio implícito do Governo a estas instituições tornou-se abusiva, o que contribuiu para o surgimento de outros desafios para as autoridades (Wilmarth, 2009). De facto, os resgates a estas instituições exacerbaram o problema de risco moral associado ao dilema de “demasiado grande para falir” (Lehmann, 2014) e tornaram setor bancário mais concentrado (Lambert *et al.*, 2014).

Neste contexto, surgiu um movimento para a reintrodução das disposições de Glass-Steagall, cuja liderança foi assumida por Paul Volcker, antigo Presidente da Reserva Federal. Porém, o restabelecimento da barreira separadora entre a banca comercial e a banca de investimento não foi efetuado de acordo com o conceito absoluto de Glass-Steagall. De facto, o Presidente dos EUA, Barack Obama, anunciou a adoção de um tipo de separação estrutural total menos abrangente do que o de Glass-Steagall, efetuado entre as atividades bancárias tradicionais e um número reduzido de atividades de investimento, nomeadamente as atividades de *proprietary trading* e, em determinadas situações, investimentos em *hedge funds* e em *private equity funds*. As normas do novo tipo de separação total encontram-se inscritas na Secção 619 de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010 e são geralmente designadas de “Regra de Volcker”.

Também na Europa, primeiro no Reino Unido (RU), em 2011, com a publicação do Relatório de Vickers, e depois na União Europeia (UE), em 2012, com a apresentação do Relatório de Liikanen, foi sugerida a implementação de um processo de separação estrutural. Este processo baseia-se na lógica de Glass-Steagall, dado que visa isolar as atividades tradicionais da banca comercial (atividades permitidas) das atividades mais arriscadas associadas ao negócio da banca de investimento (atividades

proibidas). No entanto, este processo, em contraste com Glass-Steagall e com a Regra de Volcker, trata-se de um tipo de separação estrutural parcial, uma vez que permite a coexistência dos dois tipos de atividades num mesmo grupo bancário, desde que sejam desenvolvidos por entidades legalmente distintas e que sejam cumpridas as normas de relações intragrupo previstas pelos relatórios.

As recomendações emitidas pelos grupos de Vickers e de Liikanen foram avaliadas e recentemente foram publicadas pelas autoridades responsáveis as respostas regulatórias que preveem alterações significativas às propostas iniciais. Financial Services (Banking Reform) Act (BRA) de 2013 é a resposta legislativa do RU e implementa uma versão modificada do processo de isolamento bancário (designado de processo “*ring-fencing*”) proposto pelo grupo de Vickers. A Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho de 2014 é a resposta comunitária da avaliação das sugestões do grupo de Liikanen. A proposta comunitária difere bastante das sugestões de Liikanen ao propor a implementação de um modelo “híbrido”, o qual incorpora elementos de separação total semelhantes aos da Regra de Volcker, podendo verificar também elementos do processo de separação parcial (designado de “*subsidiarization*”) idênticos aos de BRA. A publicação da forma legal da Proposta de Regulamento estava prevista para junho de 2015, mas não é exetável a sua promulgação antes de 2016.

As recentes reformas irão introduzir profundas modificações, tanto nas respetivas estruturas bancárias nacionais, como no funcionamento de todo o sistema financeiro, dado que se aplicam aos mais importantes centros financeiros e económicos mundiais. Deste modo, o futuro dos setores bancários de diversos países será fortemente influenciado por estas reformas, sendo pertinente e relevante compreender a lógica e os conceitos a estas associados.

Assim, surgem três grandes questões. Quais as alterações às estruturas bancárias que estas reformas irão introduzir? Quais os elementos que distinguem as recentes reformas? E quais as implicações da sua implementação? Esta investigação propõe-se a responder a estas questões das seguintes formas. Em primeiro lugar, definindo as características formais de cada reforma. Em segundo lugar, identificando os elementos que as distinguem e fazendo a comparação entre os diferentes conceitos de separação estrutural adotados por cada país (ou grupo de países). E por fim, analisando as

principais implicações positivas e negativas que poderão estar associadas à implementação das reformas, com base na teoria económica geral.

Esta dissertação está organizada em quatro capítulos. O Capítulo 1 é composto pela revisão de literatura, em que são apresentadas as diferentes posições de vários autores relativamente à implementação das recentes reformas de regulação bancária estrutural. No Capítulo 2 procede-se à contextualização histórica da temática em estudo, em que é apresentado Banking Act de 1933, com especial enfoque nas secções Glass-Steagall. Para além disso, neste capítulo é analisado o movimento de desregulação financeira verificado a partir do final da década de 70, que culminou com a aprovação de GLBA, em 1999, a lei que revogou parcialmente as secções Glass-Steagall. No final do capítulo segundo é efetuada uma breve descrição da crise financeira que teve início em 2007, tendo em consideração os efeitos nefastos provocados pela permissividade regulatória introduzida por GLBA que afetou, não apenas o país de origem da crise (os EUA), como todo o mundo, com especial impacto na Europa. No Capítulo 3 encontram-se as definições das soluções/propostas de regulação reformistas das estruturas bancárias dos EUA, do RU e da UE, como resposta aos desafios criados pela recente crise. Para além disso, é efetuada, neste capítulo, uma análise comparativa entre estas reformas de regulação. No final do capítulo terceiro são apresentadas as potenciais implicações positivas e negativas da implementação das reformas em análise. Por fim, no Capítulo 4 estão expostas as principais conclusões e as limitações da presente investigação e as perspetivas para novos estudos.

1. Revisão de Literatura

A apresentação das recentes reformas de regulação bancária estrutural dos EUA, do RU e da UE desencadeou o surgimento de diferentes posições, no que diz respeito às suas formulações e à necessidade da sua implementação. Muito embora não exista um consenso relativamente ao facto destas reformas serem uma condição necessária para a resolução dos desafios criados pela recente crise financeira que teve início em 2007, estas reformas fazem parte (ou farão parte, no caso da UE) dos quadros regulatórios destes grupos de países. Deste modo, é evidenciada a prevalência da posição de que estas reformas são, de facto, necessárias.

Durante a recente crise, numerosas instituições financeiras de enormes dimensões verificaram graves problemas financeiros que se deveram, em parte, ao seu envolvimento em atividades de *trading*/negociação de elevado risco. Como estas instituições eram tão grandes, estavam tão interligadas a outras instituições e/ou eram tão importantes para o sistema financeiro, as autoridades norte-americanas e europeias foram forçadas a resgatar estas instituições “demasiado grandes para falir” com recurso ao dinheiro dos contribuintes (Johnson e Kwak, 2010). O resultado foi a intensificação do dilema de “demasiado grande para falir” e do risco moral associado e enormes dívidas públicas (Lane, 2012).

Para Johnson e Kwak (2010), a redução da dimensão das instituições financeiras poderá solucionar o problema de “demasiado grande para falir” de forma simples e direta. De facto, os autores consideram que esta diminuição poderá impedir que o subsídio implícito do governo (promessa implícita de um resgate do governo a entidades que enfrentam problemas financeiros) se estenda às grandes instituições e que poderá enfraquecer a capacidade dos bancos influenciarem as decisões dos reguladores.

James Bullard partilha da mesma opinião de Johnson e Kwak (2010), ao afirmar que a economia não necessita de empresas de grandes dimensões (Murdock, 2013). Para Bullard, a simplificação do sistema regulatório apenas será possível através da divisão das grandes empresas (Murdock, 2013).

Timothy Geithner afirma que a solução para o problema de “demasiado grande para falir” implica, não só a redução da dimensão dos bancos, como também a tomada

de medidas que garantam que os bancos não explorem o subsídio implícito do Governo para financiar um conjunto de atividades bancárias não-essenciais (Webber, 2010).

As recentes reformas de regulação bancária procuram reformar as estruturas bancárias dos EUA e da Europa para solucionar a problemática de “demasiado grande para falir” e promover a estabilidade financeira. Haldane (2012) e Lehmann (2014) partilham da opinião de que estas reformas estruturais são necessárias e de que a sua implementação é um passo na direção correta.

Apesar das recentes reformas serem diferentes em detalhe, todas visam segregar as atividades bancárias tradicionais de algumas atividades bancárias de investimento. Essa segregação implica a separação entre o capital que financia as atividades de *trading* e o capital que apoia os serviços fundamentais de retalho (Vickers, 2012). Chow e Surti (2011), Haldane (2012) e Miller *et al.* (2013) afirmam que a separação de capital poderá reduzir o risco de contaminação entre os dois tipos de atividades, promovendo a estabilidade financeira.

Para além disso, as reformas estruturais limitam o conjunto de atividades desenvolvidas pelas instituições depositárias, ao deslocarem as atividades de elevado risco para fora o âmbito de atuação destas instituições. Para Chow e Surti (2011), tornar-se-á, deste modo, mais difícil a extensão do subsídio implícito do governo a atividades de elevado risco, o que poderá contribuir para a mitigação do risco moral associado ao dilema de “demasiado grande para falir”.

No entanto, Guynn e Kenadjian (2015) consideram que “as soluções estruturais são ilusórias”. Madison *et al.* (2015) reforçam a ideia de Guynn e Kenadjian (2015) ao afirmarem que a adoção de medidas estruturais foi um erro e que a exposição ao risco é, a par da provisão de serviços financeiros aos clientes, a essência da banca, não podendo existir uma distribuição eficaz do capital sem a exposição ao risco.

Para além disso, Haldane (2012) aponta algumas fragilidades às reformas dos EUA, do RU e da UE. Para o autor, a Regra de Volcker separa um conjunto muito limitado de atividades de investimento potencialmente arriscadas (atividades de *proprietary trading*) das atividades bancárias tradicionais. No que diz respeito à reforma do RU, o autor aponta para o facto de esta reforma tornar obrigatório que um número reduzido de atividades bancárias se localize no grupo das atividades bancárias protegidas (tal como a receção de depósitos). Por fim, o autor refere que a reforma

proposta na UE planeia permitir que um vasto conjunto de atividades de *trading* permaneça fora da entidade de *trading* (que, como se irá analisar no subcapítulo 3.3, é uma entidade legalmente distinta da entidade onde se irão desenvolver as atividades bancárias tradicionais). Para Haldane (2012), estas fragilidades poderão implicar a não resolução da problemática de “demasiado grande para falir”.

Para Guynn e Kenadjian (2015) e para Madison *et al.* (2015), as reformas prudenciais são a verdadeira solução para o problema de “demasiado grande para falir”. Para os autores estas reformas reduzirão, tanto o risco de falência das instituições financeiras, como as perdas provocadas pelas falências, através do uso dos instrumentos de requisitos de capital e de liquidez e de supervisão prudencial dos sistemas de gestão. Guynn e Kenadjian (2015) afirmam ainda que a adoção deste tipo de medidas irá uniformizar a regulação, contribuindo para a redução da possibilidade de existir arbitragem regulatória e para a promoção de estabilidade financeira. Em contraste, para Guynn e Kenadjian (2015), as soluções estruturais são iniciativas regionais *ad oc*, em parte contraditórias, que levarão à fragmentação e fragilidade do sistema financeiro e que desviarão os recursos dos reguladores das suas responsabilidades de supervisão centrais.

Contrariamente ao defendido por Guynn e Kenadjian (2015) e por Madison *et al.* (2015), Richardson (2012) e Vickers (2012) partilham da opinião de que as regulações prudenciais de capital e de liquidez podem ser extremamente ineficientes na resolução do problema de “demasiado grande para falir” e na gestão do risco sistémico. Richardson (2012) clarifica que as atividades de *trading* de ativos geram, em termos gerais, pequenos ganhos com elevada probabilidade e grandes perdas com baixa probabilidade. De modo a proteger o setor financeiro contra o surgimento de risco sistémico, os reguladores exigem que os bancos mantenham capital suficiente para cobrir as perdas num estado de baixa probabilidade. Dado que estas perdas são, geralmente, avultadas e ocorrem apenas quando se verifica risco agregado, existirá uma grande necessidade de requisitos de capital (Richardson, 2012). Porém, como o autor refere, isto significa que os bancos terão que manter capital em excesso, mesmo quando na maior parte do tempo existe pouca ou nenhuma probabilidade de falência. Assim, Richardson (2012) considera que a abordagem mais eficiente para a gestão do risco sistémico será a aplicação de reformas estruturais.

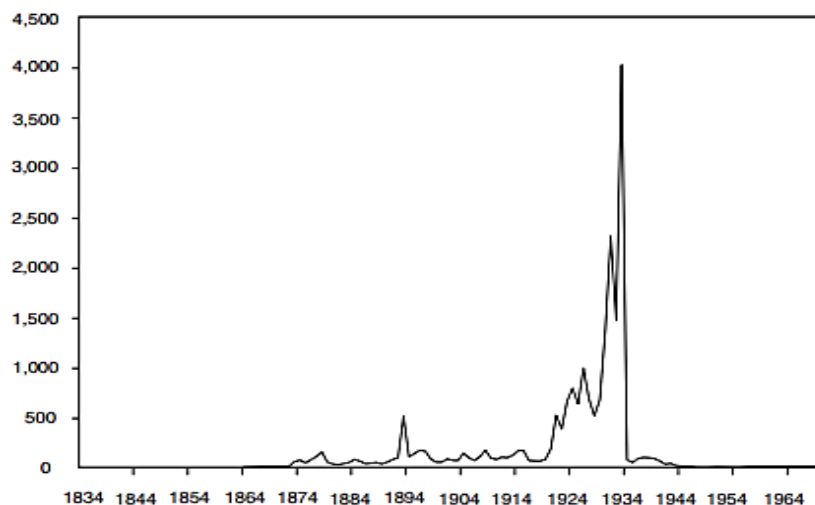
2. Contextualização Histórica

Banking Act de 1933 foi a resposta do Governo norte-americano à grave crise que assolou os EUA na década de 30. A grande alteração introduzida por esta lei foi a separação total entre a banca comercial tradicional e a banca de investimento, com o intuito de proteger as atividades bancárias tradicionais dos riscos associados aos negócios de investimento. A crise financeira que teve início em 2007 fez ressurgir este conceito de isolamento e estão a ser elaboradas ou implementadas reformas de regulação bancária estrutural com base nesse conceito. Para melhor compreender estas reformas será efetuada, ao longo deste capítulo, uma contextualização histórica composta pela definição de Banking Act de 1933 (em especial das secções Glass-Steagall), pela explicação do movimento de desregulação financeira e por uma breve descrição da recente crise financeira.

2.1. Banking Act de 1933: Glass-Steagall

Em 1929, iniciou-se uma grave crise nos EUA, que persistiu ao longo da década de 30. Nesse ano não se registaram corridas bancárias (situação em que os depositantes exigem a troca imediata dos seus depósitos por moeda). Porém, a partir de novembro de 1930, começou a verificar-se um acentuado crescimento na ocorrência de falências e de corridas bancárias, tendo sido registado o valor máximo de falências bancárias nesse período, em 1933. O Pânico de 1933 forçou o Presidente dos EUA em funções, Franklin D. Roosevelt, a declarar um “feriado bancário” de 4 dias, durante o qual os bancos e a Bolsa de Valores estiveram encerrados e foram proibidos de efetuar qualquer operação, sem a especial autorização do Governo. No ano de 1933, registaram-se cerca de 4 mil falências bancárias (Figura 1), verificando-se uma redução do número de bancos nos EUA de 17 mil para 12 mil (Gorton e Metrick, 2013).

Figura 1: Evolução do número de falências bancárias nos EUA (1834-1964)



Fonte: Walter (2005)

Banking Act de 1933 foi a resposta legislativa para solucionar os problemas associados à crise que teve início em 1929 (Lucas, 2013). Esta lei tinha como objetivos promover a gestão mais segura e mais eficaz dos ativos dos bancos, regular o controle interbancário e evitar o desvio indevido de fundos para operações de elevado risco (Glass e Steagall, 1933).

Foram implementadas profundas modificações no setor financeiro dos EUA com a aprovação de Banking Act de 1933, sendo de destacar três grandes alterações (Funk e Hirschman, 2014). Em primeiro lugar, o estabelecimento de Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), um seguro de garantias para os pequenos e médios depósitos nos bancos comerciais (Campbell e Bakir, 2012 e Funk e Hirschman, 2014). Em segundo lugar, a criação de Regulation Q, que proibia os bancos de pagarem juros a depósitos à ordem e estabelecia limites máximos para taxas de juro de diversos outros tipos de depósitos (Lucas, 2013). Em terceiro lugar, e mais notável alteração legislativa introduzida por Banking Act de 1933, a implementação de um processo de separação total entre a banca comercial e a banca de investimento (Ghosh e Petrova, 2013 e Gorton e Metrick, 2013), cujas disposições são comumente referidas de “Glass-Steagall” (Barth *et al.*, 2000).

Para Vickers (2012), a mais importante reforma de regulação bancária estrutural do século XX foi introduzida pelas disposições Glass-Steagall e Lehmann (2014)

considera que estas disposições são a base do conceito de separação adotado pelas recentes reformas de regulação bancária estrutural.

Em termos específicos, Glass-Steagall consistia em quatro secções de Banking Act de 1933.

A Secção 16 introduziu a proibição de os bancos comerciais desenvolverem, em termos gerais¹, atividades de apoio à emissão de novos títulos (atividades de *underwriting*) e atividades de negociação/*trading* de títulos de investimento (Masciandaro e Suardi, 2014).

A Secção 20 tornou proibido que os bancos comerciais se associassem (ou seja, que fizessem parte da mesma *holding* bancária, HB) a empresas cujas atividades principais (*engaged principally*, na terminologia anglo-saxónica) fossem atividades de *underwriting* ou de *trading* de títulos (Wallison, 2011 e Funk e Hirschman, 2014).

A Secção 21 tornou proibida a receção de depósitos, por parte de sociedades de títulos (ou de *securities firms*, na terminologia anglo-saxónica) e outras instituições financeiras não-monetárias (IFNM) (na terminologia anglo-saxónica, *nonbanking financial institutions*) (Wallison, 2011).

Por fim, a Secção 32 tornou ilegal a interação entre gestores, diretores e funcionários dos bancos comerciais e de qualquer empresa essencialmente envolvida (*primarily engaged*, na terminologia anglo-saxónica) em atividades de *underwriting* e de *trading* de títulos (Barth *et al.*, 2000).

Em 1956, Banking Holding Company Act (BHCA) expandiu o alcance de Glass-Steagall às HBs², de modo a garantir que estas não poderiam ser proprietárias, em simultâneo, de bancos comerciais e de bancos de investimento (Funk e Hirschman, 2014). Para além disso, BHCA impossibilitou os bancos comerciais de se envolverem em atividades relacionadas com o setor das seguradoras (Greenbaum e Thakor, 2007).

Assim, com a aprovação de Glass-Steagall o sistema financeiro dos EUA estava restringido por um conjunto de normas que impedia que os bancos comerciais se

¹ Apesar da proibição geral, os bancos comerciais estavam autorizados a: (1) comprar títulos de investimento (ou seja, títulos transacionáveis em Bolsa), por conta própria, sob as restrições impostas por *Comptroller of the Currency*; (2) negociar, por conta própria, títulos elegíveis (títulos soberanos), sem limitações quantitativas; (3) comprar e vender títulos de investimento, por conta de clientes (corretagem de títulos) (Masciandaro e Suardi, 2014).

² BHCA definiu uma HB como qualquer entidade que possui ou controla pelo menos 25% dos direitos de voto e controla a administração de dois ou mais bancos afiliados (Greenbaum e Thakor, 2007).

associassem aos negócios de investimento e das seguradoras, ou seja, proibia a existência de um modelo bancário universal.

2.2. Movimento de Desregulação Financeira

Durante cerca de 50 anos verificou-se, nos EUA, um período caracterizado por relativa estabilidade e pela ausência da ocorrência de crises financeiras. Este período é designado por Gary Gorton de “*Quiet Period*” (Krugman, 2012 e Gorton e Metrick, 2013).

O estabelecimento de FDIC que pôs fim às corridas bancárias e a introdução das disposições Glass-Steagall que proibiram as instituições recetoras de depósitos (ou instituições depositárias) de utilizarem o dinheiro dos depositantes para financiar atividades de elevado risco foram cruciais para a verificação de *Quiet Period* (Krugman, 2012). Durante esse período e até ao início do movimento desregulação financeira (que começou no final da década de 70 e que se intensificou nas décadas de 80 e 90), não foram verificadas falências bancárias significativas (Moss, 2009).

Funk e Hirschman (2014) salientam que até ao início da década de 70, as disposições Glass-Steagall mantiveram-se praticamente inalteradas. Os autores afirmam ainda que, durante esse período, os reguladores e legisladores norte-americanos trabalharam em conjunto para corrigir problemas do quadro de Glass-Steagall, recebendo o apoio da grande maioria dos bancos comerciais e de investimento.

No entanto, a partir do final dos anos 70, começou a verificar-se uma grande transformação no setor bancário dos EUA, que se deveu à crescente criação de IFNMs (Moss, 2009), ao facto dos bancos comerciais terem começado a desenvolver negócios de serviços de corretagem e da banca de investimento (Moss, 2009), à crescente propensão dos bancos de investimento se envolverem em atividades típicas da banca comercial (Funk e Hirschman, 2014) e ao surgimento em massa de inovações financeiras, que serviram de base para o processo de liberalização das regulações bancárias nas décadas de 80 e 90 (Kerr e Nanda, 2010).

A partir da década de 80, os bancos e os decisores políticos norte-americanos começaram a assumir a estabilidade financeira como garantida, passando a considerar as proibições de Glass-Steagall desnecessárias (Moss, 2009 e Funk e Hirschman, 2014). A

barreira separadora entre a banca comercial e a banca de investimento foi sendo desmantelada de forma fragmentada, sem o apoio formal da legislação (Greenbaum e Thakor, 2007).

Um exemplo da fragmentação de Glass-Steagall ocorreu em meados da década de 80, quando três grandes bancos comerciais (Citicorp, J.P. Morgan e Bankers Trust of New York) solicitaram a permissão da Reserva Federal para expandir as atividades das suas subsidiárias a alguns títulos inelegíveis (Funk e Hirschman, 2014). Dado que a lei não definia o termo “*engaged principally*” (Barth *et al.*, 2000), estes grandes bancos argumentaram que, desde que as suas subsidiárias não dedicassem mais de 50% da sua atividade à negociação desses títulos, então estas não estariam “*engaged principally*” em atividades inelegíveis e, assim, não violariam a Secção 20 de Glass-Steagall (Funk e Hirschman, 2014). Os reguladores responderam favoravelmente a esta interpretação, permitindo que as HBs estabelecessem subsidiárias de *securities* (“subsidiárias da Secção 20”) para desenvolver atividades de *underwriting* e de *trading* de alguns títulos inelegíveis (por exemplo, de papel comercial) (Barth *et al.*, 2000 e Funk e Hirschman, 2014). Esta reinterpretação de Glass-Steagall permitiu que os bancos comerciais pudessem ser efetivamente proprietários de bancos de investimento (de menor dimensão) (Funk e Hirschman, 2014).

Outros exemplos de erosão das disposições de Glass-Steagall são a aquisição em 1997 do banco de investimento Alex Brown por parte do banco comercial Bankers Trust e a fusão, em 1998, entre o banco comercial Citicorp e a instituição financeira Travelers Group, que resultou no conglomerado financeiro Citigroup (Ghosh e Petrova, 2013), o primeiro banco universal desde 1933 (Wilmarth, 2009).

Desta forma, tornou-se evidente o crescente aperfeiçoamento da capacidade dos bancos comerciais contornarem a regulação, através da combinação de reinterpretações inteligentes e da criação de inovações ambíguas, que resultaram no crescimento das alternativas não-bancárias do sistema bancário complexo de hoje (Gorton e Metrick, 2013 e Funk e Hirschman, 2014). No entanto, apesar destas reinterpretações da lei terem permitido que os bancos comerciais expandissem as suas atividades ao setor da banca de investimento, as restrições de Glass-Steagall continuavam em vigor. Dada a perda de força regulatória de Glass-Steagall, o Congresso foi pressionado a remover as

proibições e restrições às associações entre os bancos comerciais, os bancos de investimento e as companhias de seguros (Masciandaro e Suardi, 2014).

Finalmente, a 12 de novembro de 1999, o Presidente Bill Clinton aprovou Financial Services Modernization Act, também conhecido por Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA).

Com a aprovação de GLBA, Glass-Steagall e BHCA foram parcialmente revogados, sendo restabelecido o modelo bancário universal. Vickers (2012) afirma que estas revogações foram o produto do desgaste causado pela crescente permissividade regulatória.

Em termos mais específicos, GLBA revogou duas das disposições Glass-Steagall, as Secções 20 e 32³, o que passou a permitir a associação entre bancos comerciais e bancos de investimento (Greenbaum e Thakor, 2007) e tornou menores as restrições de participação destas entidades nas suas diferentes áreas de negócios (Saunders e Cornett, 2008).

GLBA revogou ainda as disposições de BHCA que separavam a banca comercial dos negócios das companhias de seguros (Barth *et al.*, 2000).

Assim, a lei de 1999 passou a permitir que uma mesma *holding* (financeira) oferecesse, em simultâneo, serviços bancários tradicionais, de investimento e de seguros (Barth *et al.*, 2000). Para além disso, o novo regime promoveu o crescimento e a consolidação nos e entre os setores da banca comercial, da banca de investimento e de seguros (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011) gerando grandes e complexas instituições financeiras (Wilmarth, 2009).

As *holdings* financeiras de Citigroup, J. P. Morgan e Bank of America, cujas atividades principais se relacionavam com a banca comercial, podiam agora competir diretamente com as *holdings* dos bancos de investimento “*big five*”, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Stearns, em titularização, atividades de *underwriting* de ações e obrigações e negociação de derivados *over-the-counter* (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). Para além disso, as atividades de *trading* (em especial de *proprietary trading*) começaram a representar uma parcela cada vez maior dos lucros das instituições financeiras, incluindo de bancos comerciais

³ No entanto, a Secção 16 e a Secção 21 de Banking Act de 1933 mantêm-se em vigor. Estas proibem as instituições depositárias, mas não as suas subsidiárias e filiais, de efetuarem atividades de *underwriting* ou atividades de *trading* em *corporate securities* (Vickers, 2012).

(Krawiec, 2013). Deste modo, verificou-se uma convergência entre as estratégias dos bancos de investimento e as dos maiores bancos comerciais e das suas *holdings* (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). E, menos de uma década após a aprovação de GLBA, os grandes “conglomerados financeiros” (Citigroup, J. P. Morgan, Bank of America e *big five*) encontravam-se no epicentro da crise financeira global que teve início em 2007 (Richardson *et al.*, 2010).

2.3. A Recente Crise Financeira

A crise financeira que teve início em 2007 foi o pior episódio de problemas financeiros desde a década de 30, do século XX (Richardson *et al.*, 2010). Esta crise teve origem na crise do *subprime* nos EUA e culminou com o colapso de Lehman Brothers (Kim *et al.*, 2013). A crise propagou-se rapidamente a nível internacional, com especial impacto nos países europeus (Liikanen, 2012).

O processo de liberalização das regulações de Banking Act de 1933, que culminou com a revogação parcial das disposições Glass-Steagall, teve um papel particularmente importante no desencadeamento da crise (Krugman, 2012), pois permitiu que os bancos comerciais se envolvessem nas atividades de elevado risco tipicamente desenvolvidas pela banca de investimento (Wilmarth, 2009). McDonald e Robinson (2009) afirmam que GLBA foi diretamente responsável por conduzir o sistema financeiro global à beira do colapso financeiro.

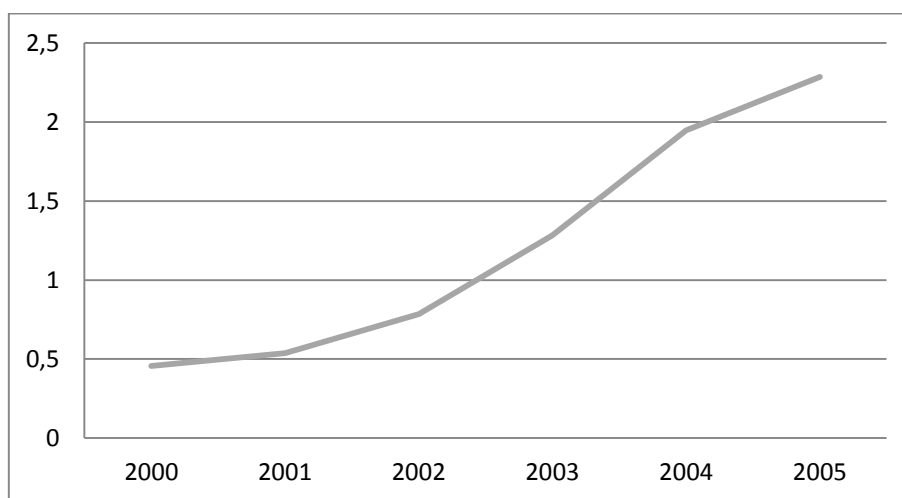
Como Wilmarth (2002) descreve, o dilema de “demasiado grande para falir” é o grande problema por resolver da supervisão e regulação bancárias. Este problema está associado à crença de que a falência de bancos com importância sistémica global (BISGs) – bancos cuja falência poderá representar um grave risco para a economia como um todo – poderá ter um impacto tão negativo no sistema financeiro e na economia, que o governo tudo fará para evitar essa falência (Lambert *et al.*, 2014). Aquando da aprovação de GLBA, foi identificada a possibilidade deste dilema se tornar ainda mais problemático, uma vez que GLBA passou a permitir a realização de fusões entre bancos comerciais, bancos de investimento e seguradoras, resultando em enormes *holdings* financeiras. Logo, seria de esperar que o apoio do Governo aplicável à banca comercial se estendesse, em situações de crise, às filiais não-bancárias das grandes

holdings financeiras, dado o *reputational interest* destas *holdings* auxiliarem estas filiais. Desta forma, esperava-se que o âmbito de aplicação e os custos associados às garantias da “rede de segurança” do Governo se expandissem (Wilmarth, 2002) e, infelizmente, a crise financeira confirmou estas previsões (Wilmarth, 2009).

Na última década, os reguladores dos EUA e da Europa encorajaram a expansão dos grandes conglomerados financeiros e falharam na restrição da sua procura por lucros de curto-prazo. Essas instituições tornaram-se extremamente alavancadas e os seus negócios principais passaram a estar associados a atividades de elevado risco (Wilmarth, 2009).

Os grandes conglomerados financeiros foram os principais financiadores da crescente criação de empréstimos hipotecários *subprime*⁴ desenvolvida por IFNMs (Murdock, 2013). O número de empréstimos *subprime* concedidos aumentou de cerca de 450 mil, em 2000, para cerca de 2,2 milhões, em 2005, nos EUA (Figura 2).

Figura 2: Número de empréstimos *subprime* concedidos entre 2000 e 2005, nos EUA (em milhões)



Fonte: Elaborado com base em Government Accountability Office (2009)

Em termos sintéticos, os conglomerados financeiros criaram um esquema que consistia na titularização dos empréstimos hipotecários *subprime* em títulos tóxicos (e na indução das agências de *rating* a atribuir-lhes *ratings* triplo A) e na venda destes

⁴ Empréstimos concedidos a mutuários com um baixo *credit score* a uma taxa de juro superior à praticada em empréstimos hipotecários tradicionais (Murdock, 2013).

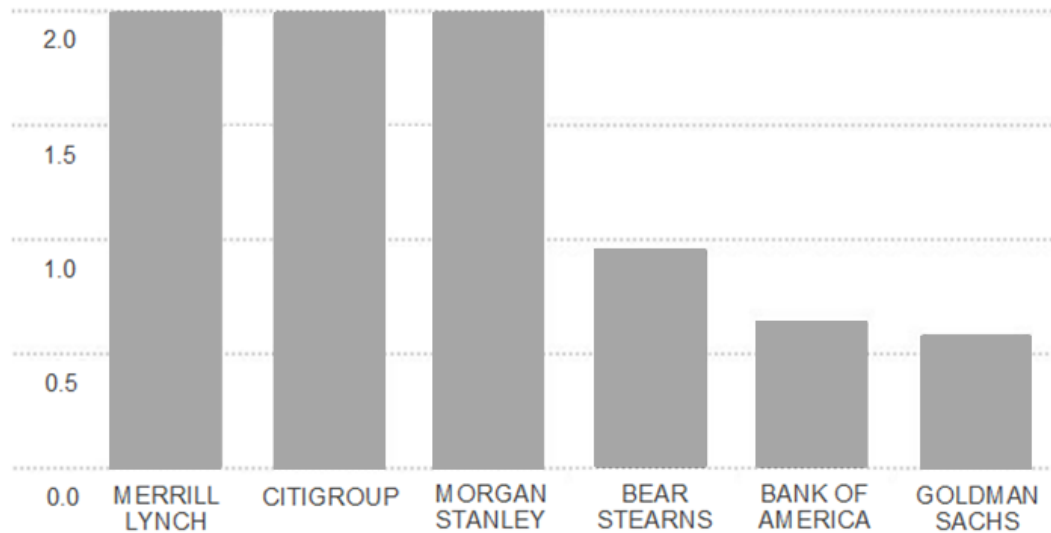
títulos a investidores (Murdock, 2013). Logo, o esquema estava dependente da vontade dos investidores em continuar a comprar novos instrumentos de dívida. No verão de 2007, os mutuários *subprime* começaram a violar os seus compromissos e os investidores puseram severamente em causa a sua confiança nestes agentes. O resultado deste ambiente de desconfiança foi o colapso do esquema dos grandes conglomerados e a verificação de perdas avultadas por parte destas instituições. Neste contexto, e em conjunto com outros fatores, iniciou-se uma grave crise financeira nos EUA (Wilmarth, 2009).

A elevada exposição dos grandes bancos europeus aos títulos do *subprime* determinou a propagação da crise dos EUA para a Europa (Lane, 2012).

A partir de 2008, os governos norte-americano e europeus foram forçados a decidir entre resgatar as instituições financeiras em dificuldades, através de injeções de capital, ou perder os ativos dos depositantes, o que poderia causar corridas bancárias (Lehmann, 2014). Na grande maioria dos casos, os governos resgataram estas instituições, para evitar o desencadeamento ou aprofundamento de uma crise sistémica (Lehmann, 2014) e de restaurar o bom funcionamento do mercado (Volcker, 2010).

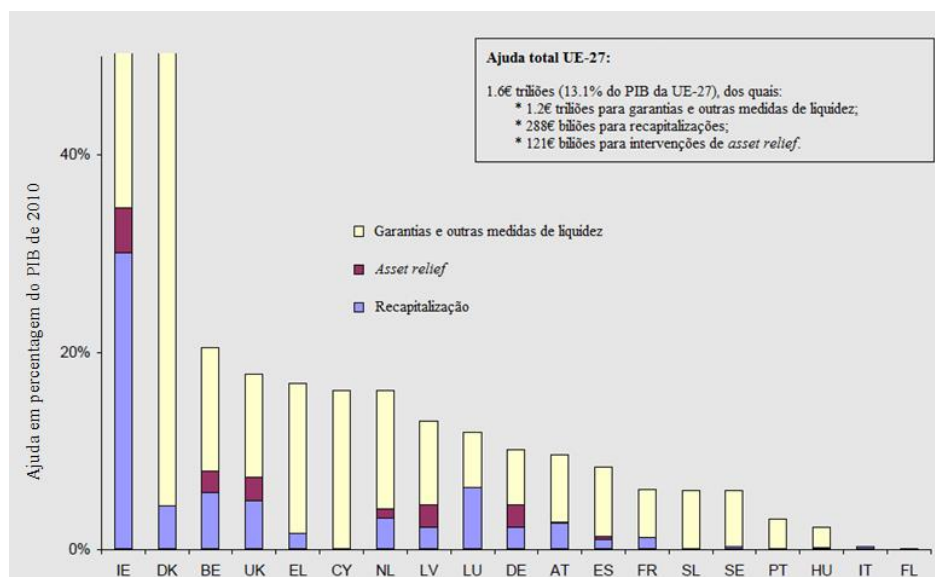
Assim, os bancos centrais e os governos dos EUA (Figura 3) e dos países europeus (Figura 4) auxiliaram, nas formas de assistência de emergência de liquidez e de programas de compra de ativos e de garantias financeiras (entre outras), todos os conglomerados financeiros e outras instituições (exceto Lehman Brothers, AIG e WaMu), incluindo Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, Merrill Lynch, Citigroup, Bank of America, Wells Fargo e a GMAC e GE Capital, bem como Goldman Sachs e Morgan Stanley. Estas entidades estariam em risco de falência sem o auxílio dos governos e bancos centrais, como veio mostrar o caso de Lehman Brothers, instituição que sem o apoio do governo dos EUA e da Reserva Federal faliu em setembro de 2008.

Figura 3: Principais empréstimos *overnight* de emergência concedidos pela Reserva Federal, entre março de 2008 e maio de 2009⁵ (em milhares de bilhões de dólares americanos)



Fonte: Federal Reserve *cfr* Isidore (2010)

Figura 4: Ajuda estatal utilizada pelo setor financeiro na UE-27, entre outubro de 2008 e dezembro de 2010, em percentagem do PIB de 2010⁶



Fonte: European Commission (2011) *cfr* Liikanen (2012)

⁵ Nota: Merrill Lynch: 2,1\$ mil bilhões, Citigroup: 2\$ mil bilhões e Morgan Stanley: 1,9\$ mil bilhões (Isidore, 2010).

⁶ Notas: O eixo vertical tem o máximo de 50%, pelo que os valores da Irlanda (269%) e da Dinamarca (67%) não são visíveis. Oito países-membros que não disponibilizaram ajuda estatal foram omitidos.

Estes desenvolvimentos resultaram em custos muito elevados para os contribuintes e em enormes dívidas públicas (Lane, 2012) mas, acima de tudo, exacerbaram o problema de risco moral⁷ associado ao dilema de “demasiado grande para falir” (Lehmann, 2014). Juntamente com os apoios dos governos e dos bancos centrais para fusões bancárias, o setor bancário, em muitos países, tornou-se mais concentrado (Lambert *et al.*, 2014).

Com o agravamento do problema de “demasiado grande para falir”, começaram a surgir pressões para reformar a regulação e a estrutura das instituições bancárias e financeiras com os objetivos de eliminar, ou de pelo menos reduzir, o subsídio implícito dos governos e os seus efeitos de risco moral e estabelecer um controlo eficaz das grandes e complexas instituições financeiras (Wilmarth, 2009). Desta forma, a crise financeira originou o debate acerca de restabelecer a separação prevista por Glass-Steagall entre as atividades da banca comercial tradicional de outras atividades consideradas mais arriscadas, tipicamente associadas à banca de investimento (Barth *et al.*, 2015).

Paul Volcker, antigo Presidente da Reserva Federal, foi o Presidente de Economic Recovery Advisory Board do Presidente dos EUA, Barack Obama, entre fevereiro de 2009 e janeiro de 2011. Volcker propôs como solução para a crise dos EUA o restabelecimento de Glass-Steagall, afirmando: “*We need to face up to needed structural changes, and place them into law. To do less simply mean ultimate failure – failure to accept responsibility for learning from lessons of the past and anticipating the needs of the future*” (Volcker, 2010). As instituições-alvo desta solução exerceram pressão contra os esforços de Volcker. No mesmo sentido, a Administração do Presidente Obama não aceitou (inicialmente) a proposta de Volcker, ao defender que existiam normas de supervisão para as instituições com importância sistémica capazes de evitar a ocorrência de futuros resgates, considerando desnecessária a solução de Volcker. Porém, a incerteza associada à tomada de medidas de resolução da crise continuou a instigar o medo dos americanos da ocorrência de outra crise financeira e a

⁷ O problema de risco moral pode ser definido como a exposição à perda, enfrentada pela seguradora, quando a prestação de serviços de seguros incentiva a tomada de maiores riscos, por parte do segurado (Saunders e Cornett, 2008). Neste contexto, significa a criação da (falsa) expectativa de que os governos irão auxiliar as instituições mais importantes, em qualquer circunstância, levando essas instituições a exporem-se a maiores riscos (Lehmann, 2014).

sua revolta dos excessos cometidos em *Wall Street*, exigindo a tomada de mais medidas por parte da Administração de Obama (Krawiec, 2013).

Dado o descontentamento público, os oficiais da Casa Branca começaram a reavaliar as propostas de reforma de Volcker (Krawiec, 2013). Em janeiro de 2010, o Presidente Obama resolveu, finalmente, o impasse na sua Administração, no que dizia respeito ao restabelecimento de Glass-Steagall. O Presidente Obama anunciou que os grandes bancos passariam a estar proibidos de desenvolver atividades de *proprietary trading*⁸ e limitados no desenvolvimento de atividades relacionadas com *hedge funds* e *private equity funds* (Markham, 2010).

Assim, enquanto Glass-Steagall proibía, através da separação total da sua estrutura, quaisquer tipo de associações entre bancos comerciais e bancos de investimento e outras instituições, a solução apresentada pelo Presidente Obama (antevisão da Secção 619, comumente designada de Regra de Volcker, de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010) estabelece um tipo de separação total muito menos abrangente. De facto, o novo tipo de separação aplica-se apenas às atividades de *proprietary trading* (e se forem excedidos os limites estipulados pelas normas, será ainda aplicável a investimentos em *hedge funds* e em *private equity funds*), que representam uma pequena parte do modelo de negócio bancário (Chow e Surti, 2011).

Também no RU, em 2011, e na UE, em 2012, foram propostas soluções estruturais para a crise que se baseiam na implementação de um processo de *ring-fencing*⁹ (RF). O processo de RF é definido como a segregação entre as atividades centrais da banca comercial e algumas atividades da banca de investimento, através da criação de subsidiárias distintas, em termos legais, económicos e operacionais, permitindo, no entanto, a sua coexistência num mesmo grupo bancário. Com a implementação deste processo pretende-se proteger os serviços bancários fundamentais de choques do sistema financeiro e reduzir a expectativa de algumas entidades bancárias poderem usufruir da garantia implícita do Governo (Binder, 2014).

A análise destas soluções estruturais será aprofundada no Capítulo 3.

⁸ Sinteticamente são negociações de curto-prazo, efetuadas por conta própria, de compra e venda de instrumentos financeiros com o objetivo de lucrar com a diferença entre os preços de compra e de venda dos instrumentos (Thakor, 2012).

⁹ O processo de RF proposto na UE é geralmente designado de processo de *subsidiarization*, embora partilhe da mesma definição do processo de RF (Gambacorta e Rixtel, 2013).

3. As Recentes Reformas de Regulação Bancária Estrutural

A existência de instituições financeiras “demasiado grandes para falir” e os problemas de risco moral associados são os grandes desafios da recente crise financeira por resolver. Vários países adotaram, ou estão a considerar adotar, uma abordagem estrutural, no sentido de solucionar esta problemática (Gambacorta e Rixtel, 2013).

A lógica da abordagem estrutural é isolar determinados tipos de atividades financeiras consideradas como importantes para a economia real dos riscos associados a atividades potencialmente mais arriscadas e menos importantes. Em termos gerais, esta abordagem delineia uma clara distinção entre as atividades da banca comercial e da banca de investimento, restringindo o modelo bancário universal (Gambacorta e Rixtel, 2013). O grau de distinção varia de país para país, o que resulta do facto dos modelos nacionais de negócio e de organização dos bancos serem diferentes, bem como do conjunto de atividades permitidas diferir em cada nação (Viñals *et al.*, 2013).

Como anteriormente referido, as regulações que se baseiam na abordagem estrutural têm como objetivo solucionar o dilema de “demasiado grande para falir”. E, para além disso, estas visam garantir a estabilidade do sistema financeiro, através da redução do risco de contaminação entre as atividades da banca comercial e da banca de investimento com a separação do capital afeto a cada uma das duas atividades e da mitigação da “cultura de risco” das entidades bancárias com a redução dos incentivos à exposição excessiva ao risco (Financial Stability Board, 2014).

As principais propostas nacionais de reformas de regulação bancária estrutural são a Regra de Volcker, o Relatório de Vickers e o Relatório de Liikanen. A Regra de Volcker proíbe o desenvolvimento de atividades de *proprietary trading* e restringe o investimento em *hedge funds* e em *private equity funds*, nos EUA. No Relatório de Vickers é emitida uma proposta para a implementação, no RU, de um processo de RF nas atividades de retalho, a qual está a ser estabelecida (com algumas alterações) por Banking Reform Act de 2013 (BRA). Por fim, no Relatório de Liikanen está inscrita a recomendação da adoção, na UE, de um processo de *subsidiarization* nas atividades de *trading*, cuja implementação está a ser desenvolvida pela Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e Conselho de 2014, a qual modifica significativamente a proposta do grupo de Liikanen.

Ao longo deste capítulo serão definidas as especificidades das recentes reformas de regulação bancária estrutural, será efetuada uma análise comparativa entre as reformas e serão apresentadas as principais (potenciais) implicações da sua implementação.

3.1. Regra de Volcker (EUA)

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010, ou simplesmente Dodd-Frank Act (DFA), foi a resposta norte-americana ao pânico financeiro de 2007-2009.

DFA é uma lei para “promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos da América, ao melhorar a responsabilização e a transparência do sistema financeiro, acabar com [o dilema de] ‘demasiado grande para falir’, proteger o contribuinte americano, ao pôr termo aos resgates [financeiros], proteger os consumidores das práticas abusivas de serviços financeiros, e outros fins” (Dodd e Frank, 2010).

Como mencionado no subcapítulo 2.3, a crise financeira que teve início em 2007 originou o debate acerca de voltar a estabelecer a separação entre as atividades da banca comercial tradicional e as atividades de elevado risco dos negócios de investimento. No entanto, os EUA optaram por implementar um tipo de separação total mais limitado, aplicável apenas a atividades de *proprietary trading* e por estabelecer medidas de restrição ao desenvolvimento de atividades associadas a *hedge funds* e a *private equity funds*. Estas proibições e restrições estão definidas na designada de “Regra de Volcker”.

A Regra de Volcker foi introduzida pelo Senado e pelo Congresso, tornando-se parte de DFA, em 2010, na Secção 619 desta lei.

Esta regra tem como principais objetivos “eliminar o subsídio implícito do Governo em caso de falência das grandes instituições financeiras e impossibilitar o acesso destas instituições ao dinheiro dos depositantes com o intuito de realizarem atividades com risco associado” (Dodd e Frank, 2010).

A regra é aplicável às designadas “entidades bancárias”, abrangendo não só as instituições depositárias, como também todas as HBs dos EUA, isto é, as entidades que controlam ou são proprietárias de instituições depositárias, a HBs estrangeiras com

operações nos EUA e a qualquer uma das suas subsidiárias ou filiais¹⁰ (Dodd e Frank, 2010).

A Regra de Volcker proíbe e/ou limita o envolvimento das entidades bancárias em dois tipos de atividades de elevado risco.

Em primeiro lugar, as entidades bancárias não podem desenvolver atividades de *proprietary trading*. O termo “*proprietary trading*” “quando usado em relação a uma entidade bancária ou instituição financeira não-monetária supervisionada pelo Conselho, diz respeito ao envolvimento dessa entidade, por conta própria, em qualquer transação de compra ou venda (ou outra forma de aquisição ou alienação) de qualquer título, derivado, ou contrato, ou qualquer outro tipo de título, ou instrumento financeiro que as agências bancárias federais responsáveis, Securities and Exchange Commission e Commodity Futures Trading Commission, possam determinar” (Dodd e Frank, 2010).

A primeira proibição não se aplica a atividades de *trading* em títulos do Governo norte-americano, a atividades de *trading* relacionadas com atividades de *market-making*, a atividades de *trading* relacionadas com algumas atividades de cobertura de risco (*hedging*, na terminologia anglo-saxónica) com o intuito de reduzir o risco e a atividades de *trading* desenvolvidas por conta dos clientes (Thakor, 2012). No entanto, existe uma limitação ao desenvolvimento destas atividades de *trading*, no sentido em que estas “não poderão exceder a procura de curto-prazo dos clientes ou contrapartes” (Dodd e Frank, 2010).

Em segundo lugar, as entidades bancárias não podem adquirir ou manter participações em *hedge funds* e em *private equity funds* e outros tipos de fundos privados e veículos de investimento¹¹ (Thakor, 2012 e Coates, 2015). *Hedge funds*, contrariamente à maioria dos fundos mútuos de investimento, são geridos ativamente e seguem estratégias de investimento não-tradicionais. *Hedge funds* são um *pool* de investimento privado, que está sujeito aos termos do acordo de investimento entre o “*sponsor*” (administrador ou gestor) do fundo e os seus investidores, os quais tomam posições curtas e longas em vários instrumentos financeiros (ações, títulos de

¹⁰ Uma subsidiária é uma entidade legalmente separada da empresa-mãe, apesar da empresa-mãe ser a acionista maioritária da subsidiária. Em contraste, uma filial faz parte da mesma entidade legal da empresa-mãe. Enquanto uma subsidiária pode realizar contratos (por exemplo, conceder crédito) em seu nome, uma filial não o pode efetuar (Horst, 2012).

¹¹ Incluindo *venture capital funds*, fundos imobiliários, veículos financeiros estruturados e alguns *special purpose vehicles*, utilizados em financiamento de projetos (Thakor, 2012).

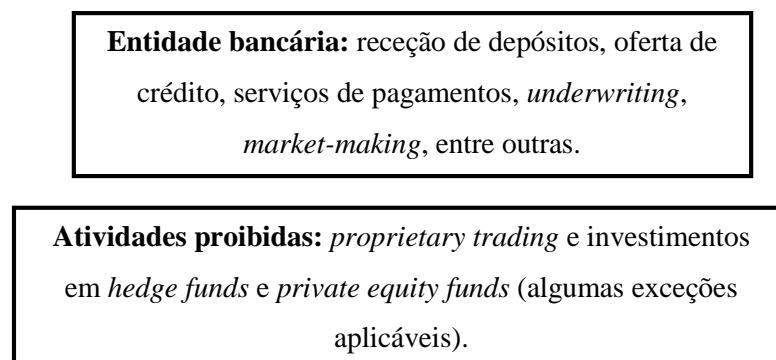
rendimento fixo, moedas, entre outros) para atingir o mais elevado lucro compatível com os objetivos do fundo (Greenbaum e Thakor, 2007). *Private equity funds* são negócios que recorrem a capital e dívida no sistema financeiro internacional para adquirir participações em empresas com o objetivo de serem vendidas para fins lucrativos, após alguns anos. Contrariamente a *hedge funds*, este tipo de fundos toma posse e controlo da gestão das empresas (Robertson, 2009).

No entanto, a segunda proibição não se aplica a fundos que sejam constituídos e oferecidos pelos bancos, desde que o banco não seja proprietário de mais de 3% do capital do fundo e não invista no fundo mais do que 3% do seu *Tier 1 capital* (Barth *et al.*, 2015).

A regra norte-americana impede também a existência de propriedade comum entre as entidades bancárias sujeitas à Regra de Volcker e as entidades que executam as atividades proibidas pela regra (Vickers, 2011). Assim, a Regra de Volcker não permite a coexistência, num mesmo grupo bancário, das atividades proibidas e das restantes atividades bancárias (Lehmann, 2014).

Os serviços de receção de depósitos, de oferta de crédito, de pagamentos e de *underwriting*, por conta dos clientes, poderão continuar a ser prestados pelas entidades bancárias (Masciandaro e Suardi, 2014).

Figura 5: Separação bancária estrutural prevista pela Regra de Volcker



Fonte: Adaptado de Masciandaro e Suardi (2014)

IFNMs com importância sistêmica¹² estarão também sujeitas à Regra de Volcker, embora de outro modo. Em particular, a regra, ao invés de proibir que este tipo de instituições se envolva em atividades de *proprietary trading* e invista em *hedge funds* e *private equity funds*, impõe-lhe requisitos de capital mais rígidos e alguns limites ao desenvolvimento dessas atividades (Richardson *et al.*, 2010).

Assim, com a implementação da Regra de Volcker, serão excluídas da estrutura das entidades bancárias algumas atividades de investimento de elevado risco. No entanto, estas entidades poderão continuar a oferecer outros serviços de investimento. Desta forma, a regra mantém completamente legal o modelo bancário universal, tendo apenas sido excluídas algumas atividades desnecessárias e de elevado risco dos negócios das entidades bancárias (Lehmann, 2014).

A implementação das disposições da Regra de Volcker foi agendada para 21 de julho de 2010, no sentido de serem estabelecidas como parte de DFA. No entanto, este processo foi adiado. A 10 de dezembro de 2013, Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Financial Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation e Securities and Exchange Commission aprovaram as regulações da Regra de Volcker, prevendo o início da sua implementação para 2014. Finalmente, as disposições da Regra de Volcker entraram em vigor no dia 1 de abril de 2014. A Reserva Federal prevê que a regra seja implementada faseadamente, ao longo de alguns anos (Financial Stability Board, 2014). Em termos gerais, todas as entidades bancárias tiveram até 21 de julho de 2015 para assegurar o cumprimento da proibição de *proprietary trading*. No que diz respeito a *hedge funds* e *private equity funds*, as entidades bancárias terão até dia 21 de julho de 2017 para garantir que cumprem as proibições e restrições impostas.

¹² DFA criou Financial Stability Oversight Council (FSOC), tendo-lhe atribuído o poder de identificar e monitorizar o surgimento de riscos significativos no sistema financeiro dos EUA, resultantes da falência de grandes HBs ou de IFNMs, ou de riscos que poderão ter origem fora do sistema financeiro; eliminar a problemática de “demasiado grande para falir”; e resolver ameaças à estabilidade financeira dos EUA. Foi ainda conferido a FSOC o poder de nomear IFNMs com importância sistêmica para serem sujeitas a regulações mais rigorosas (Whitehead, 2011).

3.2. Relatório de Vickers (RU)

Em setembro de 2007, a falência de Northern Rock, um banco de retalho de média dimensão, causou problemas sistémicos no RU e colocou o dinheiro dos contribuintes em risco. Em resposta aos vários problemas no sistema bancário do RU, as autoridades de regulação têm vindo a analisar a necessidade de alterar a estrutura desse sistema (Edmonds, 2013).

Em 2010, Independent Commission on Banking (geralmente designado de “grupo de Vickers”) foi nomeado para elaborar um relatório com recomendações de medidas estruturais para reformar o sistema bancário do RU e promover a sua estabilidade, tendo em conta a complexa questão da separação entre as atividades dos bancos de retalho e as atividades dos bancos de investimento (Mateus, 2011).

Em setembro de 2011, o grupo de Vickers publicou o seu relatório final, “Independent Commission on Banking: Final Report – Recommendations”, o qual é comumente designado de “Relatório de Vickers”.

As recomendações do grupo de Vickers têm dois principais objetivos (Mateus, 2011). Primeiro, reduzir a probabilidade de falência de bancos com importância sistémica global (BISGs), ao sugerir a implementação de medidas com vista a melhorar a sua resiliência. Segundo, reduzir o impacto da falência deste tipo de bancos, quer através de um processo de resolução adequado para qualquer instituição que entre em falência, quer pela redução dos níveis de risco do sistema financeiro como um todo, sem afetar o desenvolvimento das atividades bancárias “centrais”.

A principal recomendação do relatório está relacionada com o problema das instituições “demasiado grandes para falir” (Mateus, 2011). O relatório começa por estudar duas medidas estruturais alternativas para este problema. A separação dos grupos bancários em duas partes, a instituição depositária, e o resto do banco; e a implementação de um processo de *ring-fencing* (RF) entre estas duas partes no grupo bancário (Mateus, 2011). O grupo de Vickers optou por recomendar a segunda medida.

A proposta do grupo para a implementação de um processo de RF consiste no isolamento de algumas atividades da banca de retalho (“atividades centrais”) em relação a determinadas atividades da banca de investimento (“atividades proibidas”), através da criação de uma entidade de retalho (doravante designada de entidade *ring-fenced*, ERF).

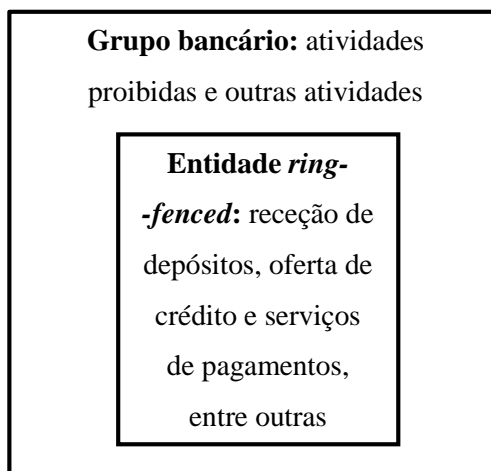
É sugerido que a ERF tenha o domínio exclusivo do desenvolvimento das atividades centrais e que as atividades proibidas sejam desenvolvidas pelo resto do grupo bancário (estando a ERF impedida de as desenvolver). No entanto, o grupo de Vickers propõe que seja permitido que os dois tipos de atividades coexistam no mesmo grupo bancário, desde que a ERF esteja separada em termos legais, operacionais e económicos do resto do grupo bancário (Vickers, 2013).

A separação económica entre a ERF e o resto do grupo bancário sugerida no Relatório de Vickers exige que as interações entre estas duas partes ocorram de acordo com as normais condições do mercado, de modo a que a solvência da ERF não dependa da situação financeira do resto do grupo. Para além disso, esta separação estipula limites às exposições e financiamento intragrupo e prevê que a ERF cumpra os requisitos de capital e de liquidez, de forma independente (Vickers, 2011 e Vickers, 2012).

Está previsto no Relatório que o grupo das atividades centrais deverá incluir a receção de depósitos de dois tipos de clientes: particulares e pequenas e médias empresas. Para além disso, o documento prevê que a oferta de crédito e a prestação de serviços de pagamentos a esses dois tipos de clientes integre este grupo (Vickers, 2012).

Segundo o grupo de Vickers, o conjunto de atividades proibidas inclui as atividades de *trading* (incluindo *proprietary trading* e *market-making*) e de *underwriting* de derivados, investimentos em *hedge funds* e *private equity funds*, a concessão de crédito a outros tipos de instituições financeiras e a prestação serviços a negócios fora do espaço económico europeu (Edmonds, 2013 e Vickers, 2013).

Figura 6: Separação bancária estrutural recomendada pelo Relatório de Vickers



Fonte: Adaptado de Masciandaro e Suardi (2014)

É sugerido que esta recomendação se aplique a todos os bancos de retalho do RU e HBs do RU que executem atividades centrais e a todas as subsidiárias no RU de HBs estrangeiras que desenvolvam esse tipo de atividades (Vickers, 2011).

3.2.1. Financial Services (Banking Reform) Act de 2013: Principais Disposições

O quadro legal da implementação das recomendações do grupo de Vickers está definido na secção 9B de UK Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000). Este quadro foi introduzido por Financial Services (Banking Reform) Act de 2013 (BRA) e recebeu o consentimento real a 18 de dezembro de 2013 (Binder, 2014).

BRA implementa, através de alterações a FSMA 2000, uma versão mais leve de RF, do que a prevista pelas recomendações de Vickers (Masciandaro e Suardi, 2014).

BRA reproduz a proposta do grupo de Vickers ao introduzir as definições de “atividades centrais” e de “atividades proibidas”. Porém, BRA reduz a abrangência das duas definições ao identificar apenas uma atividade central (e não de três atividades centrais como sugerido no Relatório de Vickers): a receção de depósitos dos clientes particulares e de pequenas e médias empresas; e uma atividade proibida (e não de quatro atividades proibidas como proposto originalmente): desenvolvimento, por conta própria, de atividades de *trading*, incluindo *proprietary trading*, investimentos em *hedge funds* e em *private equity funds* e atividades de *market-making* e de *underwriting*. Cabe ao Tesouro a identificação de atividades centrais e proibidas adicionais (UK Parliament, 2013). À semelhança da proposta do grupo de Vickers, BRA exige que os grupos bancários que desenvolvam as atividades centrais estabeleçam um processo de RF, de modo a proteger essas atividades numa entidade legalmente separada do resto do grupo, isto é, na ERF (Prudential Regulation Authority, 2014).

Para além disso, é atribuído ao Tesouro o poder de emitir ordens, no sentido de evitar que as ERFs desenvolvam determinadas transações, façam contratos com certos tipos de indivíduos, estabeleçam ou mantenham uma filial num território específico e sejam acionistas ou exerçam o poder de voto em determinadas empresas (Masciandaro e Suardi, 2014).

No dia 23 de julho de 2014, de acordo com os poderes que lhe foram atribuídos por FSMA 2000, o Tesouro publicou duas disposições, a disposição n.º 1960 de The Financial Services and Markets Act (Ring-fenced Bodies and Core Activities) Order 2014, que entrou em vigor a 1 de janeiro de 2015, e a disposição n.º 2080 de The Financial Services and Markets Act (Excluded Activities and Prohibitions) Order 2014, em que algumas proibições entraram em vigor a 1 de janeiro de 2015 e outras apenas entrarão em vigor a 1 de janeiro de 2019 (Masciandaro e Suardi, 2014).

O âmbito de aplicação do processo de RF de BRA coincide com a proposta do grupo de Vickers (Lehmann, 2014). Porém, a disposição n.º 1960 exclui algumas classes de instituições do regime de RF, nomeadamente *building societies*¹³, uniões de crédito, bancos que detenham um total de depósitos inferior a 25£ mil milhões e filiais no RU de bancos estrangeiros (Masciandaro e Suardi, 2014). Os bancos abrangidos pelas normas de BRA são: Barclays, The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Limited (HSBC), The Royal Bank of Scotland (RBS), Lloyds Bank e Santander (Mayer Brown, 2015).

Em situações muito específicas, BRA possibilita que as ERFs desenvolvam atividades de *trading*, por conta própria, desde que não constituam uma ameaça à continuidade da execução das atividades centrais. A disposição n.º 2080 define as circunstâncias em que o desenvolvimento dessas atividades é possível, nomeadamente em situações de gestão do risco da ERF, ou dos seus ativos líquidos, ou ainda de oferta de derivados aos seus clientes. Esta disposição adiciona uma segunda atividade proibida para a ERF: atividades de *trading* em *commodities* (Masciandaro e Suardi, 2014).

BRA atribui poderes a duas autoridades de regulação, a Prudential Regulation Authority (PRA) e a Financial Conduct Authority (FCA), para a elaboração de novas regras, que deverão ser publicadas em 2016, com vista a assegurar que as ERFs tomam providências para a provisão eficaz das atividades centrais (Prudential Regulation Authority, 2014).

O objetivo das novas regras será garantir a continuidade da oferta das atividades centrais por parte da ERF, mesmo no caso de insolvência de um dos membros do grupo

¹³ Instituições de poupança do RU especializadas na concessão de empréstimos hipotecários para a compra de habitações. Os membros destas instituições são os principais financiadores dos empréstimos concedidos. A variante norte-americana é designada de “*savings and loan associations*” (Bank of England e Financial Times).

a que a ERF pertence. Neste sentido, essas regras terão que assegurar a independência da ERF em relação ao resto do grupo desta entidade. Para o objetivo ser atingido, BRA exige que as duas autoridades de regulação elaborem regras que condicionem as relações contratuais e entre colaboradores da ERF e outros membros do grupo bancário, que exijam informações relativas às transações existentes entre a ERF e outros membros do grupo e que especifiquem exigências aplicáveis às remunerações, políticas de recursos humanos e à identificação, monitorização e gestão do risco (Masciandaro e Suardi, 2014).

Na eventualidade do comportamento de determinados grupos bancários ser considerado como prejudicial para o objetivo de RF, BRA prevê a implementação de um processo de separação estrutural total. A lei britânica atribui o “poder de reestruturação do grupo” a PRA, que consiste no poder de exigir que os grupos bancários estabeleçam uma separação total entre as suas atividades de retalho e as atividades de investimento em grupos empresariais separados (UK Parliament, 2013 e Clearly Gottlieb, 2014). Este processo é comumente designado de *electrification of the fence* (Masciandaro e Suardi, 2014) e é a maior diferença introduzida por BRA em comparação com as recomendações elaboradas pelo grupo de Vickers.

BRA enumera quatro situações específicas em que PRA poderá exercer o “poder de reestruturação do grupo” (Clearly Gottlieb, 2014). Em primeiro lugar, numa situação em que o normal desenvolvimento das atividades centrais, por parte da ERF, está a ser negativamente afetado pelas ações ou falhas de outros membros do seu grupo bancário. Segundo, numa situação em que a ERF não tem capacidade para tomar decisões relativas à sua atividade de forma independente do seu grupo, ou a ERF depende dos recursos de um membro do seu grupo e que poderão deixar de estar disponíveis, no caso de insolvência deste membro. Terceiro, numa situação de insolvência de um ou mais outros membros do grupo, que implica que a ERF deixe de ter capacidade para continuar a desenvolver a sua atividade. E, por fim, numa situação em que a ERF, ou outro membro do seu grupo, adotou uma conduta que provavelmente terá um efeito adverso na promoção dos objetivos da autoridade de regulação.

As regulações inscritas em BRA começaram a ser implementadas a 1 de janeiro de 2015 e prevê-se que estejam integralmente implementadas até 1 de janeiro de 2019 (Prudential Regulation Authority, 2014).

3.3. Relatório de Liikanen (UE)

A crise financeira que se iniciou em 2007 causou o colapso do funcionamento do setor bancário de muitos países da Europa (Krahn, 2013).

Como uma das respostas à recente crise financeira, os estados-membros da UE têm vindo a reformular os seus quadros de regulação e de supervisão bancários. No que diz respeito às atividades bancárias, a UE propôs a implementação de várias reformas com os objetivos de aumentar a resiliência dos bancos e diminuir os custos associados às falências bancárias (Comissão Europeia, 2014a).

Apesar da introdução de várias iniciativas reformistas, um dos grandes problemas do sistema bancário europeu mantém-se: a existência de bancos demasiado grandes e complexos para falir. O Parlamento Europeu, bem como outras instituições internacionais, consideram que a solução para este dilema é a implementação de reformas estruturais (Comissão Europeia, 2014a). Assim, em fevereiro de 2012, um grupo de peritos liderado por Erkki Liikanen (geralmente designado de “grupo de Liikanen”) foi nomeado pela Comissão Europeia (CE) para analisar a necessidade de reformar estruturalmente o sistema bancário da UE, como um complemento das reformas regulatórias em curso (European Banking Authority, 2012).

No relatório final do grupo de Liikanen, “High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector – Final Report” (geralmente designado de “Relatório de Liikanen”), que foi publicado a 2 de outubro de 2012, foram emitidas várias recomendações, incluindo a recomendação da implementação de um processo de isolamento estrutural entre determinadas atividades bancárias (European Banking Authority, 2012).

O isolamento estrutural sugerido pelo grupo de Liikanen tem como principais objetivos tornar os grupos bancários mais transparentes e mais seguros, reduzir o grau de interdependência entre estes, solucionar o dilema de “demasiado grande para falir”, melhorar a disciplina de mercado, proteger os contribuintes dos riscos associados às atividades de *trading* dos bancos e promover a estabilidade financeira (Liikanen, 2012).

O processo de isolamento estrutural recomendado pelo grupo de Liikanen (geralmente designado de processo de *subsidiarization*) sugere que os bancos que desenvolvam atividades de *trading* que excedam determinados limites separem

obrigatoriamente estas atividades de algumas atividades bancárias de retalho e comerciais (Liikanen, 2012).

O processo de *subsidiarization* sugerido implica a criação de uma subsidiária juridicamente separada do resto do grupo, a “entidade de *trading*” (que poderá ser uma empresa de investimentos ou um banco), para a qual deverão ser transferidas as atividades de *trading*. Essas atividades incluem as atividades de *proprietary trading* de títulos e derivados, as posições em ativos ou derivados efetuadas num processo de *market-making* e quaisquer empréstimos, compromissos de empréstimos ou exposições de crédito a *hedge funds* não-seguradas, a veículos de investimento estruturados e a outras entidades de natureza semelhante, bem como investimentos em *private equity funds* (Liikanen, 2012).

De acordo com o grupo de Liikanen, todas as outras atividades bancárias que não as acima mencionadas poderão continuar a fazer parte da subsidiária que utiliza os depósitos segurados pelo fundo de garantia de depósitos (“entidade depositária”). Estas atividades permitidas incluem, mas poderão não estar limitadas a, concessão de empréstimos a particulares e a grandes, médias e pequenas empresas, empréstimos ao consumo, empréstimos à habitação, empréstimos interbancários e participação em empréstimos sindicados. O uso de derivados para a própria gestão de ativos e de passivos e a compra e venda de ativos para gerir o portefólio de ativos e passivos, também serão atividades permitidas para a entidade depositária. Apenas a entidade depositária poderá receber depósitos segurados e prestar serviços de pagamento de retalho (Liikanen, 2012).

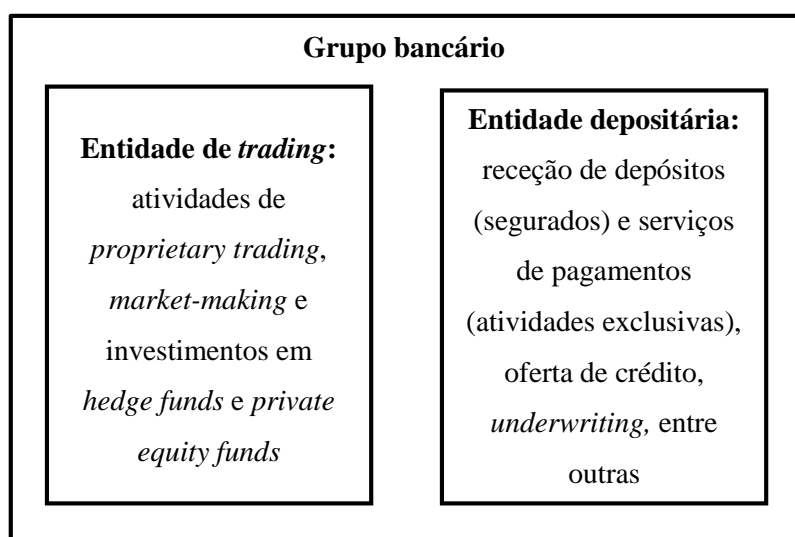
No Relatório de Liikanen está previsto que a prestação de serviços de *hedging* a clientes não-bancários e o desenvolvimento de atividades de *underwriting* de títulos não têm que ser alvo de separação, podendo ser executados pela entidade depositária (Liikanen, 2012).

Segundo o grupo de Liikanen, a entidade de *trading* poderá envolver-se em todas as atividades bancárias que não sejam do domínio exclusivo da entidade depositária. Assim, não poderá financiar-se com depósitos segurados e não poderá fornecer serviços de pagamento de retalho (Liikanen, 2012).

É sugerido que ambas as entidades, isto é, a entidade depositária e a entidade de *trading*, possam coexistir num mesmo grupo bancário ou HB (Liikanen, 2012),

tratando-se, por isso, de um tipo de isolamento parcial (Guynn e Kenadjian, 2015). No entanto, a entidade de *trading* e a entidade depositária devem ser economicamente independentes e facilmente separáveis entre si. Ambas as partes do grupo bancário restruturado devem ter o seu próprio capital e as suas próprias fontes de financiamento, de forma a assegurar que a garantia implícita do governo existente para a entidade depositária, não pode ser facilmente transferida para a entidade de *trading* (Krahnen, 2013). Para além disso, devem ser cumpridas as normas respeitantes às relações legais, operacionais e económicas entre ambas as partes do grupo (relatórios individuais, divulgação individual de resultados, gestão e conselhos de administração independentes, relações financeiras entre a entidade de *trading* e o restante grupo de acordo com as condições normais de mercado, entre outras) (Liikanen, 2012).

Figura 7: Separação bancária estrutural sugerida pelo Relatório de Liikanen



Fonte: Adaptado de Masciandaro e Suardi (2014)

O isolamento estrutural proposto não deve impedir a coordenação intragrupo de gestão de liquidez e de capital. Na eventualidade de uma crise, a entidade depositária terá permissão para receber o apoio da entidade de *trading* do grupo, caso as exigências regulatórias sejam cumpridas por ambas as partes (Liikanen, 2012).

É recomendado que o processo de *subsidiarization* seja obrigatório para as entidades cujas atividades a serem separadas têm um peso significativo no total dos seus balanços, ou que poderão condicionar a estabilidade do sistema financeiro. A decisão

que determinará o caráter obrigatório da separação deve ser composta por duas fases (Liikanen, 2012).

Na primeira, se os ativos de um banco que se destinam às atividades de *trading* (e que se encontram disponíveis para venda) excederem entre 15 a 25% do total dos seus ativos, ou totalizarem mais de 100€ mil milhões, este banco deverá avançar para a segunda fase do processo de decisão.

Na segunda, os supervisores deverão decidir a necessidade de separação com base na parcela de ativos sobre a qual essa exigência será aplicável. Essa parcela será calibrada pela CE. O objetivo da calibração é garantir que a separação obrigatória se aplica a todos os bancos para os quais as atividades a serem separadas são significativas, em relação ao balanço total. Se o requisito final for excedido, é sugerido que toda a atividade em causa seja obrigatoriamente transferida para a entidade de *trading* juridicamente separada da entidade depositária.

Os grupos bancários de pequenas dimensões deverão estar completamente excluídos do processo de *subsidiarization* (Liikanen, 2012).

3.3.1. Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho Relativo às Medidas Estruturais Destinadas a Melhorar a Capacidade de Resistência das Instituições de Crédito da UE: Principais Disposições

A CE avaliou as recomendações propostas pelo grupo de Liikanen e, a 29 de janeiro de 2014, apresentou uma proposta de regulamento, a qual é uma versão modificada das recomendações de Liikanen (Comissão Europeia, 2014b).

Contrariamente às recomendações do grupo de Liikanen, a Proposta de Regulamento não exige a separação obrigatória entre as atividades de *trading* e as atividades bancárias tradicionais (Lannoo, 2014). Em alternativa, torna obrigatório que os reguladores nacionais dos estados-membros da UE analisem as atividades de *trading* e as atividades de *market-making*, investimentos e gestão de operações de titularização e negociação de derivados complexos desenvolvidos por cada instituição depositária (designadas na Proposta de Regulamento de instituições centrais de crédito, ICCs) e averiguem, à luz dos indicadores estipulados pelo Parlamento e Conselho, se este tipo de atividades constitui uma ameaça para a estabilidade financeira da ICC, ou de todo o

sistema financeiro (Mayer Brown, 2014). Os reguladores nacionais deverão avaliar cada instituição de crédito da UE, pelo menos uma vez por ano, tendo por base os indicadores de dimensão relativa dos ativos de *trading*, de recurso a capitais alheios dos ativos de *trading*, da importância relativa do risco de crédito da contraparte, da complexidade relativa dos derivados de *trading*, de rentabilidade relativa das receitas de *trading*, da importância relativa do risco de mercado, do grau de interdependência e dos riscos de crédito e de liquidez resultantes de compromissos e garantias fornecidos pela ICC (Financial Stability Board, 2014). A CE especificou um limite para cada indicador e definiu as condições que irão acionar o exercício do poder de separação (Comissão Europeia, 2014b).

Se os reguladores nacionais concluírem que os limites e as condições definidos pela CE foram violados, considera-se que existe uma ameaça à estabilidade financeira da ICC, ou de todo o sistema financeiro da UE. Neste caso, os reguladores deverão iniciar o processo em que a ICC ficará proibida de desenvolver as atividades de *trading* que excederam os indicadores (Comissão Europeia, 2014b), transferindo-as para uma entidade legalmente distinta dentro do grupo (a “entidade de *trading*”), de acordo com o plano de separação aprovado pela autoridade competente. Para além disso, deverá ser impedida a existência de relações legais, económicas, de gestão e operacionais entre a entidade de *trading* e o resto do grupo para assegurar a separação efetiva¹⁴ entre si (Masciandaro e Suardi, 2014).

A regulação proposta enumera também as atividades não classificadas como “atividades de *trading*”, não estando, por isso, sujeitas à separação potencial. Essas atividades incluem a receção de depósitos elegíveis para o fundo de garantias de depósitos, concessão de empréstimos, serviços de pagamento a retalho, entre outras¹⁵ (Comissão Europeia, 2014b).

A Proposta de Regulamento introduz ainda uma proibição “ao estilo de Volcker” aplicável aos grupos bancários como um todo (Financial Stability Board, 2014), que consiste na proibição do desenvolvimento, tanto por parte de ICCs, como por outras entidades de um mesmo grupo, de atividades de *proprietary trading* em instrumentos

¹⁴ A entidade de *trading* está proibida de oferecer serviços de pagamento e de aceitar depósitos elegíveis para o fundo de garantias de depósitos (Comissão Europeia, 2014b).

¹⁵ As obrigações soberanas dos países da UE estão isentas da obrigação de análise e do poder de separação (Comissão Europeia, 2014b).

financeiros e em *commodities* e de investimentos ou detenção de participações em *hedge funds* ou entidades que estejam envolvidas em atividades de *proprietary trading* ou que sejam gestoras de *hedge funds*¹⁶ (Comissão Europeia, 2014b).

As atividades de *proprietary trading* estão definidas na Proposta de Regulamento como todas as atividades especificamente dedicadas à tomada de posições para obtenção de lucros, por conta própria, sem qualquer ligação à atividade do cliente ou com o objetivo de cobrir o risco da entidade¹⁷ (Comissão Europeia, 2014b).

O âmbito de aplicação das regulações inscritas na Proposta de Regulamento é mais rígido do que o sugerido pelo grupo de Liikanen. De acordo com a proposta, as regras serão aplicáveis aos bancos da UE identificados como BISGs e/ou cujos ativos totais excedam 30€ mil milhões, ou que os seus ativos totais de *trading* excedam 70€ mil milhões ou 10% dos ativos totais, durante três anos consecutivos. Relativamente a estes bancos, as instituições abrangidas pelo potencial processo de *subsidiarization* são as instituições de crédito da UE, as suas empresas-mãe da UE e as suas subsidiárias e filiais, incluindo em países terceiros. Prevê-se também que as regras se apliquem a subsidiárias e filiais na UE de bancos não oriundos da UE. Os reguladores terão ainda o direito de aplicar as normas a instituições de menores dimensões, consideradas importantes para a estabilidade financeira (Financial Stability Board, 2014).

O texto final da Proposta de Regulamento deveria ter sido adotado pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho até junho de 2015. Porém, devido a dificuldades no processo de negociações da adoção da proposta, dificilmente será alcançado um acordo para a sua implementação em 2015 (Mayer Brown, 2015). Com base no pressuposto de que o prazo de adoção seria cumprido, foi publicada uma calendarização das várias fases do processo de implementação da Proposta de Regulamento. De acordo com esse plano, a CE deverá publicar a lista dos bancos abrangidos pelas regulações a 1 de julho de 2016, a proibição “ao estilo de Volcker” deverá entrar em vigor a 1 de janeiro de 2017 e as normas de *subsidiarization* deverão entrar em vigor a 1 de julho de 2018 (Comissão Europeia, 2014b). Porém, dados os atrasos no processo de adoção da proposta comunitária é de esperar alterações neste plano de calendarização.

¹⁶ *Private equity funds*, *venture capital funds* e fundos de empreendedorismo social estão isentos desta proibição, dado o seu importante papel no financiamento da economia real (Comissão Europeia, 2014b).

¹⁷ A proibição geral não se aplica a: (i) compra e venda de instrumentos do mercado monetário fazendo uso do capital próprio como parte do processo de gestão de tesouraria; (ii) negociação de títulos de dívida soberana dos países da UE (Comissão Europeia, 2014b).

3.4. Análise Comparativa entre as Recentes Reformas de Regulação

3.4.1. Recentes Reformas de Regulação *versus* disposições Glass-Steagall: Breve Análise Comparativa

As recentes reformas de regulação bancária estrutural partilham dos mesmos objetivos centrais de garantir a estabilidade financeira e de solucionar a problemática de “demasiado grande para falir”. Para além disso, têm por base a mesma lógica de Glass-Steagall: proteger as atividades bancárias tradicionais do risco associado a atividades de investimento de elevado risco. Porém, as recentes reformas verificam diferenças significativas em relação ao conceito de proteção/separação de Glass-Steagall, uma vez que, contrariamente a Glass-Steagall, estas mantêm legal o modelo bancário universal, apesar de adicionarem algumas limitações a este modelo.

Tanto Glass-Steagall, como a Regra de Volcker, procuram eliminar o risco moral associado ao subsídio implícito do Governo. Porém, por um lado, Glass-Steagall separava totalmente a banca comercial da banca de investimento, através da proibição do desenvolvimento, por parte de bancos comerciais, de atividades típicas dos negócios dos bancos de investimento e da impossibilidade de existir qualquer tipo de associação entre os dois tipos de bancos, isto é, tornou ilegal o modelo bancário universal. Por outro lado, a Regra de Volcker permite que uma mesma HB possua, em simultâneo, bancos comerciais e outras entidades que forneçam serviços típicos da banca de investimento. Porém, a regra impede que na HB sejam desenvolvidas atividades de *proprietary trading* e restringe o envolvimento da HB em atividades relacionadas com *hedge funds* e *private equity funds*. Assim, a Regra de Volcker mantém legal o modelo bancário universal reintroduzido por GLBA, tendo apenas reduzido o leque de atividades permitidas às instituições depositárias e às HBs proprietárias dessas instituições, através de uma separação total menos abrangente do que a de Glass-Steagall (Lehmann, 2014).

O processo de RF de BRA e o potencial processo de *subsidiarization* da Proposta de Regulamento da UE¹⁸ permitem, em termos gerais, a coexistência de atividades do domínio exclusivo das instituições depositárias e de atividades proibidas de *trading* para essas instituições num mesmo grupo bancário, tratando-se este processo de um tipo de separação parcial. Deste modo, no RU e na UE mantém-se legal o modelo bancário universal, ainda que restringido. Este modelo será (ou poderá ser, no caso do RU) alvo de mais limitações, uma vez que a Proposta de Regulamento da UE introduz também um processo de proibição total, ao nível do grupo bancário, ao desenvolvimento de determinadas atividades e BRA prevê a implementação, em situações muito específicas, de um processo de separação total entre as atividades de retalho e as atividades de investimento em grupos empresariais separados. Estes tipos de separação total assemelham-se ao conceito de separação total de Glass-Steagall, principalmente o de BRA.

3.4.2. Comparação entre as Recentes de Reformas de Regulação

Apesar das recentes reformas partilharem dos mesmos objetivos centrais e de se basearem no conceito de separação de Glass-Steagall, verifica-se que estas diferem consideravelmente entre si. De facto, existem determinadas especificidades que diferenciam as recentes reformas e que fazem parte das suas definições, que foram analisadas entre o subcapítulo 3.1 e a secção 3.3.1. Essas especificidades são a abordagem geral, a aplicação das reformas, as atividades proibidas e as atividades permitidas para as instituições depositárias, a coexistência dos dois tipos de atividades num mesmo grupo bancário e o estado do processo de implementação.

Abordagem geral: A abordagem geral difere nas três reformas. Os EUA centram-se num processo de separação total, que consiste na proibição da execução de atividades de *proprietary trading* e na restrição de investimentos em *hedge funds* e *private equity funds*, ao nível do grupo bancário. No RU opta-se por um processo de

¹⁸ Ao longo deste subcapítulo e do subcapítulo 3.5 (e das respetivas secções) serão analisadas as soluções regulatórias elaboradas pelas autoridades responsáveis do RU e da UE às recomendações inscritas no Relatório de Vickers e no Relatório de Liikanen (BRA e a Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, respetivamente), dado que será com base nestas respostas que se irão reformar estruturalmente os setores bancários do RU e da UE.

separação parcial (RF) das atividades permitidas em relação às atividades de *trading*, através da criação de subsidiárias distintas num mesmo grupo. Porém, em casos muito específicos, poder-se-á verificar um processo de separação total. E, na UE, opta-se por sugerir um modelo “híbrido” que incorpora, tanto elementos de proibição e restrição dos EUA – ao proibir atividades de *proprietary trading* e investimentos em *hedge funds* ao nível do grupo – como elementos do processo de RF do RU – ao prever a potencial transferência de outras atividades de *trading* (incluindo *market-making*) para uma entidade de *trading* juridicamente distinta do resto do grupo bancário.

Aplicação das reformas: A Regra de Volcker aplicar-se-á a todos os bancos e HBs dos EUA e a todas as HBs estrangeiras com subsidiárias ou filiais nos EUA. As regras de BRA aplicar-se-ão a todos os bancos de retalho e HBs do RU, bem como a todas as subsidiárias do RU de HBs estrangeiras que desenvolvam atividades protegidas, com depósitos de retalho superiores a 25£ mil milhões. Na UE, a Proposta de Regulamento propõe que as suas regulações sejam aplicáveis aos BISGs e às instituições de crédito da UE e às suas empresas-mãe da UE, incluindo todas as subsidiárias e filiais (independentemente da sua localização) e a subsidiárias e filiais de bancos estrangeiros na UE com ativos totais superiores a 30€ mil milhões ou ativos de *trading* superiores a 70€ mil milhões ou que representem 10% dos ativos totais.

Atividades proibidas para a instituição depositária (Quadro I): Nos três grupos de países será proibida a realização de atividades de *proprietary trading*. Nos EUA as entidades bancárias terão restrições à realização de investimentos em *hedge funds* e em *private equity funds*. As restrições norte-americanas implicarão que esses investimentos não excedam 3% do capital do fundo e que as entidades bancárias não invistam no fundo mais de 3% do seu *Tier 1 capital*. Na UE, os investimentos em *hedge funds* estarão proibidos ao nível de todo o grupo bancário. No RU, a instituição depositária não poderá desenvolver investimentos em *hedge funds* e em *private equity funds* e atividades de *underwriting*. As atividades de *market-making* serão proibidas no RU e potencialmente proibidas na UE, se forem excedidos determinados indicadores. Porém, apesar de, em termos gerais, no RU estar previsto que o desenvolvimento de atividades *proprietary trading* e de *market-making* seja proibido para a ERF, de acordo com a

disposição n.º 1960 analisada na secção 3.2.1, estas atividades poderão ser executadas por esse tipo de entidades, em casos muito excepcionais, como por exemplo para a gestão do risco da ERF.

Principais atividades permitidas para a instituição depositária (Quadro I): Nos três grupos de países será permitida a prestação de serviços da banca tradicional, como a receção de depósitos e a oferta de crédito. Nos EUA, a execução de atividades de *market-making* será permitida, ainda que esteja limitada à procura futura esperada dos clientes. Na UE será permitida a realização de investimentos em *private equity funds*, dado que as entidades da UE consideram que estas desempenham um importante papel no financiamento da economia real.

No Quadro I encontram-se esquematizadas as atividades proibidas e as atividades permitidas para a instituição depositária.

Quadro I: Atividades proibidas e atividades permitidas para a instituição depositária			
	Regra de Volcker (EUA)	BRA (RU)	Proposta de Regulamento (UE)
Atividades de <i>proprietary trading</i>	Proibido	Proibido ¹	Proibido
Investimentos em <i>hedge funds</i>	Restringido ²	Proibido	Proibido
Investimentos em <i>private equity</i>	Restringido ²	Proibido	Permitido
Atividades de <i>market-making</i>	Permitido ³	Proibido	Restringido ⁴
¹ Permitidas em casos muito excepcionais (exemplo, para gestão do risco da ERF); ² < 3% capital do fundo e < 3% <i>Tier 1 capital</i> da instituição; ³ Mas limitadas à procura futura esperada dos clientes; ⁴ Tornar-se-ão proibidas se forem excedidos determinados limites			

Coexistência das atividades proibidas e das atividades permitidas no mesmo grupo bancário: Na Europa será permitido que no mesmo grupo bancário sejam executadas as atividades permitidas e algumas atividades proibidas, desde que sejam executadas por entidades distintas e que sejam cumpridas as restrições intragrupo. Porém, está previsto na UE que o desenvolvimento das atividades proibidas de

proprietary trading e de investimentos em *hedge funds* esteja excluído ao nível de todo o grupo. Nos EUA, a coexistência dos dois tipos de atividades será proibida.

Estado do processo de implementação das recentes reformas: Os processos de implementação ainda não foram concluídos em nenhum dos grupos de países. Nos EUA prevê-se que o processo termine em 2017, no RU em 2019 e na UE em 2018.

O Quadro II sumariza as principais diferenças existentes entre as reformas.

Quadro II: Comparação entre as recentes reformas de regulação bancária estrutural			
	Regra de Volcker (EUA)	BRA (RU)	Proposta de Regulamento (UE)
Abordagem Geral	<u>Separação total</u> das atividades proibidas	<u>RE</u> : isolamento das atividades da banca de retalho numa entidade distinta do resto do grupo	<i>Proprietary trading</i> e <i>hedge funds</i> proibidos ao nível do grupo (<u>separação total</u>). Potencial processo de <u>subsidiarization</u> : deslocação de algumas atividades de <i>trading</i> para a entidade de <i>trading</i> BISGs, entidades de crédito e bancos estrangeiros na UE. Limite: ativos totais > a 30€ mil milhões ou ativos de <i>trading</i> > a 70€ mil milhões ou 10% dos ativos totais
Aplicação	Todos os bancos e HBs dos EUA e todas as HBs estrangeiras com subsidiárias ou filiais nos EUA	Todos os bancos de retalho e HBs do RU e HBs estrangeiras no RU com atividades protegidas. Limite: total de depósitos > a 25£ mil milhões	Ao nível do grupo: <i>proprietary trading</i> e investimentos em <i>hedge funds</i> . Potencial separação de outras atividades de <i>trading</i> (incluindo <i>market-making</i>) numa entidade distinta
Atividades proibidas na instituição depositária	Ao nível da HB: <i>proprietary trading</i> e limitações a investimentos em <i>hedge funds</i> e <i>private equity funds</i>	<i>Proprietary trading</i> , <i>underwriting</i> e <i>market-making</i> . Sujeitas a algumas exceções, por exemplo, permitidas para gestão do risco da ERF	
Principais atividades permitidas na instituição depositária	Ao nível da HB: banca tradicional e <i>market-making</i> (não podendo exceder a procura futura esperada dos clientes)	Receção de depósitos, concessão de empréstimos, sistema de pagamentos e gestão do próprio risco	Receção de depósitos, oferta de crédito e serviços de pagamentos
Coexistência das atividades proibidas e atividades permitidas	Proibido	Permitido. Sujeita a restrições intragrupo	Permitido ¹ . Sujeita a restrições intragrupo
Implementação concluída?	Não. Previsão: 2017	Não. Previsão: 2019	Não. Previsão: 2018
¹ Exceto atividades de <i>proprietary trading</i> e <i>hedge funds</i> que serão alvo de separação total			
Fonte: Elaboração própria com base em Viñals <i>et al.</i> (2013) e Financial Stability Board (2014)			

Tendo por base as diversas especificidades que distinguem as recentes reformas, podem ser identificadas duas dimensões que separam as recentes reformas dos EUA, do RU e da UE. Em primeiro lugar, a dimensão do âmbito de aplicação (onde estabelecer uma linha de separação). E, em segundo lugar, a dimensão da rigidez do isolamento estrutural (quão abrangente a linha de separação é) (Gambacorta e Rixtel, 2013).

Regra de Volcker: âmbito de aplicação reduzido e elevado grau de rigidez

O âmbito de aplicação da regra norte-americana é reduzido, pois o grupo de atividades proibidas para as entidades bancárias abrange apenas as atividades de *proprietary trading*. A regra restringe ainda investimentos em *hedge funds* e *private equity funds*. No que diz respeito às atividades de *market-making*, estas fazem parte do grupo das atividades permitidas, ainda que estejam sujeitas a algumas limitações.

Porém, a regra é bastante rígida, pois proíbe a coexistência das atividades proibidas e de outras atividades em diferentes subsidiárias no mesmo grupo bancário.

BRA: âmbito de aplicação muito vasto e baixo grau de rigidez

A lei britânica é a regulação que apresenta o âmbito de aplicação mais vasto de entre as três regulações, uma vez que inclui um maior número de atividades no grupo de atividades proibidas para a instituição depositária (neste caso, ERF), nomeadamente atividades de *proprietary trading*, investimentos em *hedge funds* e *private equity funds* e atividades de *market-making* e de *underwriting* de títulos. E apenas a receção de depósitos é do domínio exclusivo da ERF.

A abordagem em relação à rigidez adotada no RU é pouco rígida, mas é elaborada, pois implica restrições intragrupo. Por um lado, as atividades protegidas podem coexistir na mesma HB com as atividades proibidas, em entidades distintas. Mas, por outro lado, esta coexistência está limitada por restrições intragrupo, que visam garantir a independência da ERF, em relação ao resto do grupo bancário.

Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho: graus médios de âmbito de aplicação e de rigidez

A Proposta de Regulamento comunitária é mais vasta do que a Regra de Volcker pois, para além de incluir as atividades de *proprietary trading* e investimentos em *hedge*

funds no grupo de atividades proibidas para todo o grupo bancário, poderá incluir também, se exigido pelo supervisor, outras atividades de *trading* no conjunto de atividades proibidas para a instituição depositária (incluindo, atividades de *market-making*). No entanto, a legislação do RU é mais vasta do que a proposta da UE (e do que a Regra de Volcker) pois, como acima referido, tanto as atividades de *proprietary trading*, como as atividades de *market-making* (e de *underwriting*) estão abrangidas, em termos gerais, pelo processo de separação estrutural.

A Proposta de Regulamento da UE verifica um grau médio de rigidez.

O grau de rigidez da proposta da UE é menor do que o da Regra de Volcker. Por um lado, à semelhança do previsto pela lei norte-americana, as atividades proibidas de *proprietary trading* e os investimentos em *hedge funds* estão proibidos de coexistir com as atividades permitidas no mesmo grupo bancário, isto é, o seu desenvolvimento está excluído ao nível de todo o grupo bancário. Por outro, as restantes atividades de *trading* podem continuar a ser desenvolvidas no grupo, mesmo no caso de se tornarem atividades proibidas para a instituição depositária, ou seja, no caso de verificação do processo de *subsidiarization*.

O grau de rigidez da proposta da UE é maior do que o de BRA, uma vez que, no RU, em termos gerais, não existem proibições ao desenvolvimento de atividades ao nível de todo o grupo bancário. De facto, no RU existem apenas atividades exclusivas ou atividades proibidas à ERF.

No Quadro III estão esquematizadas as dimensões que distinguem as reformas.

Quadro III: Dimensões que distinguem as recentes reformas de regulação bancária estrutural			
	Regra de Volcker (EUA)	BRA (RU)	Proposta de Regulamento (UE)
Dimensão 1: Âmbito aplicação	✓	✓ ✓ ✓	✓ ✓
Dimensão 2: Rigidez isolamento estrutural	✓ ✓ ✓	✓	✓ ✓
Notas: ✓ - Baixo(a); ✓ ✓ - Médio(a); ✓ ✓ ✓ - Elevado(a)			

3.5. Potenciais Implicações

As reais implicações da adoção das recentes propostas de regulação bancária estrutural apenas poderão ser identificadas à medida que as diferentes fases dos processos de implementação forem sendo concluídas. Até à sua conclusão, apenas poderão ser identificadas possíveis implicações, à luz da teoria económica.

No que diz respeito às implicações positivas, Gambacorta e Rixtel (2013) defendem que a adoção das recentes reformas dos EUA, do RU e da UE poderá alterar o funcionamento do sistema financeiro de quatro formas.

Em primeiro lugar, o conceito de isolamento de atividades inscrito nas recentes reformas poderá proteger as entidades que desenvolvem as atividades de retalho de perdas incorridas noutros negócios bancários de elevado risco. Haldane (2012) confirma que esse conceito poderá evitar que no caso dos negócios bancários arriscados verifiquem dificuldades contaminem e diluam os recursos financeiros das entidades de retalho. Para além disso, o autor refere que o isolamento de atividades poderá ainda impedir que se verifiquem limitações na capacidade de estas entidades concederem crédito à economia real.

Em segundo lugar, a divisão prevista pelas recentes reformas entre o capital que apoia as atividades protegidas e o capital que se destina às atividades de elevado risco, poderá evitar que os subsídios que apoiam as atividades protegidas (como por exemplo, esquema de garantia de depósitos) reduzam o custo da tomada de risco, ou seja, que incentivem as entidades a assumir maiores exposições ao risco. Schäfer *et al.* (2015) referem que o anúncio das recentes reformas teve impactos sobre a economia. No seu estudo, os autores relacionam as alterações nos *spreads* de *credit default swaps* (CDSs) dos maiores bancos dos EUA e do RU, com a expectativa de auxílio do Governo a instituições que verifiquem problemas financeiros. Schäfer *et al.* (2015) pressupõem que quanto maior for a expectativa de auxílio do governo, menor serão os *spreads* de CDSs (e vice-versa). Os autores concluem que os anúncios da Regra de Volcker e da reforma de Vickers causaram um aumento dos *spreads* de CDSs, o que poderá significar que a expectativa de resgate financeiro diminuiu, em relação aos valores observados durante a crise financeira. Deste modo, os autores defendem que é de

esperar que as menores expectativas de resgate verificadas com o anúncio das reformas de Volcker e de Vickers conduzam a menores exposições ao risco, por parte dos bancos.

Em terceiro lugar, a aplicação das recentes reformas poderá reduzir a complexidade e a dimensão das instituições bancárias, tornando-as mais fáceis de gerir, mais transparentes e mais fáceis de “resolver”. Polouček (2014) considera que a redução da dimensão das instituições financeiras é a principal solução para a problemática de “demasiado grande para falir”. Como todas as recentes reformas preveem o isolamento da entidade recetora de depósitos relativamente às atividades de investimento de elevado risco, a dimensão da entidade estará, assim, limitada e o subsídio implícito do governo dificilmente se estenderá a atividades de elevado risco. Neste sentido, o autor considera ser de esperar que o risco moral associado à problemática “demasiado grande para falir” seja consideravelmente reduzido com a implementação destas reformas.

Por fim, as recentes reformas poderão evitar a transmissão da cultura de risco das atividades de elevado risco para as atividades bancárias tradicionais reduzindo, desta forma, o surgimento de conflitos entre os interesses públicos (dos contribuintes) e os interesses privados (dos bancos) e promovendo a estabilidade financeira.

Gambacorta e Rixtel (2013) afirmam que, em conjunto, estes quatro mecanismos, poderão promover a limitação da exposição dos contribuintes às perdas do setor financeiro.

Conceituados economistas como Joseph Stiglitz e Paul Volcker consideram inegável a necessidade de reformar as estruturas bancárias, no sentido de evitar a ocorrência de crises com a dimensão da crise financeira global que teve início em 2007 (Lane, 2010 e Volcker, 2010). No entanto, vários autores identificam uma vasta lista de críticas às soluções estruturais apresentadas pelos EUA, pelo RU e pela UE, as quais poderão ter repercussões negativas no alcance dos objetivos centrais das soluções e na economia como um todo. Nas secções 3.5.1 a 3.5.5 serão analisadas cinco das principais potenciais implicações negativas da adoção das recentes reformas estruturais.

3.5.1. Elevados Custos de Implementação

O primeiro argumento contra a implementação das recentes regulações bancárias estruturais são os custos associados. O cumprimento das regras e a necessária transferência de ativos e de atividades para outras entidades requer grandes investimentos (Lehmann, 2014).

Alguns estudos preveem que os custos potenciais associados à implementação da legislação do RU poderão variar entre 2£ mil milhões e 10£ mil milhões para os maiores bancos do RU, com uma média estimada de 6£ mil milhões, por ano. Estes valores equivalem a aproximadamente 33% dos lucros antes de impostos dos maiores bancos do RU (Lehmann, 2014).

Office of the Comptroller of the Currency (OCC) elaborou uma análise mais elaborada dos custos anuais associados à Regra de Volcker: custos relacionados com o cumprimento da regra entre 405\$ e 541\$ milhões, custos adicionais de capital para investimentos permitidos em *hedge funds* e em *private equity funds* entre 0\$ e 165\$ milhões e custos de OCC de supervisão do cumprimento da nova regra cerca de 10\$ milhões (Coates, 2015).

Porém, os mais importantes tipos de custos não foram quantificados. De entre esses custos não quantificados, destacam-se o custo da liquidez reduzida nos mercados onde os bancos são grandes participantes das atividades de *trading* e os custos relacionados com a deslocação de atividades de *trading* para o setor *shadow banking* (implicações que serão analisadas qualitativamente nas secções 3.5.3 e 3.5.4, respetivamente), que poderão exceder os benefícios da redução do risco no sistema bancário (Coates, 2015).

Tanto a análise de OCC, como a análise da implementação da legislação do RU, não incluem a quantificação dos benefícios, estimando apenas um subconjunto dos custos de implementação das regulações. Desta forma, com base nestas análises, não é possível concluir qual a relação existente entre a quantificação dos custos e dos benefícios líquidos das regulações. Para além disso, esta relação custo-benefício apenas poderá ser quantificada de forma concisa quando as reformas forem integralmente implementadas (Coates, 2015).

3.5.2. Dificuldade de Distinção entre as Atividades de *Proprietary Trading* e as Atividades Permitidas de *Market-Making*

De entre as atividades permitidas pela Regra de Volcker destacam-se as atividades de *market-making*, que não são definidas com rigor pela lei norte-americana. Por este motivo, e dado que as atividades de *proprietary trading* e de *market-making* possuem muitas semelhanças, o estabelecimento de uma distinção entre estas poderá ser particularmente difícil.

As atividades de *market-making* desempenham uma atividade bancária clássica (provisão de liquidez), mas dependente dos mercados de capitais, em vez dos canais bancários tradicionais. Este tipo de atividades é conduzido pelos *market-makers* que intermedeiam a relação entre os clientes que pretendem comprar ou vender ativos financeiros e aqueles que desejam vender ou comprar os mesmos ativos. Um vendedor poderá vender imediatamente ativos a um *market-maker*, ou adiar a sua venda até encontrar um comprador interessado. O risco associado é o movimento negativo do preço para o vendedor, enquanto procura um comprador. Os *market-makers* estão dispostos a suportar esse risco, oferecendo liquidez imediata, mas geralmente a desconto em relação ao preço que o vendedor poderia, de outra forma, receber no futuro. O retorno bruto do *market-maker* é a diferença entre o preço de compra e o preço mais elevado ao qual este vende, posteriormente, os seus ativos (Whitehead, 2011).

Os *market-makers* (por exemplo, bancos) podem adquirir um inventário e manter exposições de risco, de modo a satisfazer (ou antecipar) a procura dos clientes. Do mesmo modo, *proprietary traders* acumulam posições com a expectativa de lucrar com transações futuras. A identificação de quais negociações integram as atividades de *market-making* e quais as que fazem parte das atividades de *proprietary trading* poderá ser bastante difícil, uma vez que ambas envolvem a negociação com clientes ou contrapartes, em que a empresa pode lucrar ou sofrer perdas, como resultado das alterações de curto-prazo do preço do ativo (Whitehead, 2011).

Financial Stability Oversight Council (FSOC) desenvolveu um estudo acerca da Regra de Volcker, no sentido de elaborar recomendações acerca da sua implementação. Uma das recomendações principais desse estudo é a utilização de indicadores

quantitativos, no sentido de tornar mais eficaz o papel dos reguladores na separação entre as atividades de *proprietary trading* e as atividades permitidas (Whitehead, 2011). Esta recomendação de FSOC foi adotada nas normas da Regra de Volcker, que entraram em vigor a 1 de abril de 2014, a qual exige que os bancos demonstrem que as suas carteiras de *trading* estão abrangidas pelas exceções de *proprietary trading*. De entre essas exceções, destacam-se as atividades de *market-making* (PwC, 2015).

As carteiras que estão abrangidas pela exceção (as “carteiras de *market-making*”) estão a enfrentar graves dificuldades em definir, justificar e monitorizar os novos limites de risco e de posições de *trading* impostos pela condição identificada no subcapítulo 3.1. de “não exceder a procura de curto-prazo dos clientes ou contrapartes” da Regra de Volcker. No entanto, a verificação desta condição é essencial, pois apenas assim será possível provar que as posições das carteiras de *market-making* estão, de facto, relacionadas com as atividades dos clientes e que não são atividades de *proprietary trading* (PwC, 2015).

Para o cumprimento da condição, os bancos têm que estimar a procura futura dos clientes (com base em dados do passado). Porém, estes têm enfrentado problemas na disponibilidade dos dados. Esses problemas têm que ver, por exemplo, com o facto de ser pouco habitual a disponibilidade de dados exclusivamente acerca do inventário *market-making*. Para além disso, os bancos não costumam separar os dados do risco das negociações efetuadas por conta de clientes do risco das negociações realizadas por conta própria, como é exigido atualmente pela condição. Assim, capturar e analisar os dados exigidos para o cálculo da estimativa da procura futura dos clientes tem sido um processo bastante difícil e moroso para todos os bancos e tem implicado profundas alterações nas estruturas das suas bases de dados e, por isso, estes têm que suportar custos muito elevados associados a essas alterações (PwC, 2015).

A recomendação de FSOC adotada pela Regra de Volcker poderá não solucionar o problema de dificuldade de distinção entre atividades de *proprietary trading* e atividades de *market-making*, uma vez que se baseia em cálculos de estimativas que poderão não corresponder à procura real futura dos clientes podendo, desse modo, implicar a violação da condição básica do cumprimento da proibição de *proprietary trading* (PwC, 2015). Whitehead (2011) afirma que falhas na distinção entre atividades proibidas e atividades permitidas poderão originar a aplicação inconsistente da Regra de

Volcker de banco para banco, podendo criar oportunidades de arbitragem, e não reduzindo, assim, a exposição excessiva ao risco, por parte dos bancos.

3.5.3. Redução de Liquidez e Custos Mais Elevados de Capital

O financiamento autónomo, previsto pelo conceito de separação das recentes regulações bancárias, poderá originar maiores dificuldades de gestão do risco (Coates, 2015) e custos mais elevados de refinanciamento para a corretora financeira do grupo bancário (Krahn, 2013). Maiores custos de refinanciamento, em conjunto com as limitações e proibições ao desenvolvimento de atividades de *market-making*, poderão gerar a diminuição da rentabilidade das atividades de *market-making* e a consequente redução do fornecimento de liquidez nos mercados dominados pelos *market-makers* (Krahn, 2013).

Como anteriormente referido, a Regra de Volcker impõe que as atividades de *market-making* “não excedam a procura de curto-prazo dos clientes ou contrapartes”. Apesar do objetivo desta limitação ser tornar o sistema bancário mais seguro e estável, Jamie Damon (diretor de J. P. Morgan) e Larry Summers (antigo secretário do Tesouro norte-americano) defendem que devido a esta restrição colocada pela regra, que se aplica ao desenvolvimento de atividades (legítimas) de *market-making* em obrigações, ações, moedas e *commodities*, estes ativos tornaram-se menos líquidos. Por este motivo, Damon e Summers afirmam que os investidores têm verificado grandes dificuldades na compra e venda imediata desses ativos, sem alterar o preço, o que tornou o sistema financeiro mais arriscado (The Economist, 2015a).

No seu artigo, Thakor (2012) alertou para a possível verificação da redução do desenvolvimento das atividades de *market-making*, por parte dos bancos, causada pelas limitações ao desenvolvimento deste tipo de atividades. Esta previsão confirma-se. De facto, antes da aprovação da Regra de Volcker, os bancos costumavam armazenar uma vasta quantidade de obrigações e de outros títulos no seu inventário de *market-making*. Mas, atualmente, os bancos têm que manter mais capital e títulos mais líquidos para compensar as potenciais perdas de *trading*, pelo que mantêm inventários de muito menor dimensão, estando relutantes a desenvolver atividades de *market-making* (The Economist, 2015b).

A redução das atividades de *market-making* poderá traduzir-se num menor número de *market-makers* no mercado, levando a menos competição. A teoria económica geral sugere que a consequência de menos competição gera maiores *bid-ask spreads*¹⁹ e, por isso, menor liquidez num vasto conjunto de títulos (que, de acordo com Damon e Summers, está a ser verificado atualmente nos EUA em obrigações, ações, moedas e *commodities*). Quando se verificam *bid-ask spreads* mais elevados para um determinado ativo, diminuem as atividades de *trading* nesse ativo. Para além disso, é de esperar que maiores *bid-ask spreads* conduzam a custos mais elevados de capital para as empresas (The Economist, 2015b). Assim, a poder-se-á verificar uma perda de capacidade de investimento por parte das empresas e, em última análise, o crescimento económico poderá ser afetado negativamente, tanto nos EUA, como no RU e na UE, uma vez que todos estes grupos de países restringem o desenvolvimento de atividades de *market-making* (Thakor, 2012).

3.5.4. Deslocação das Atividades Proibidas para o Setor *Shadow Banking*

O termo “*shadow banking*” está geralmente associado a atividades que ocorrem fora do setor bancário regulado, através dos fundos do mercado monetário e de outros canais não regulados (Gennaioli *et al.*, 2013). Essas atividades são desenvolvidas por IFNMs, tal como, bancos de investimento, *hedge funds*, *venture capital* e *private equity funds*, que não estão sujeitas a regulações tão rígidas como as instituições depositárias. Por esse motivo, IFNMs tendem em ser muito alavancadas e considera-se que poderão ter exacerbado a recente crise (Kim *et al.*, 2013).

As operações de muitos veículos e atividades do setor *shadow banking* estão estreitamente interligadas a instituições bancárias tradicionais (integrantes do sistema bancário oficial). Essas interligações consistem em, por exemplo, disponibilização de linhas de apoio de crédito por parte das instituições tradicionais a IFNMs e detenção de ativos titularizados por IFNMs nos balanços das instituições tradicionais (Adrian e Ashcraft, 2012). Por este motivo, e apesar das recentes regulações proibirem que as atividades de *trading* de elevado risco sejam conduzidas pelos bancos tradicionais, as

¹⁹ *Bid-ask spread* traduz-se na diferença entre o preço a que um agente consegue comprar imediatamente um título do inventário de um *market-maker* e o preço a que um agente consegue vender o título a um *market-maker* (Thakor, 2012).

entidades menos reguladas (IFNMs) poderão continuar a executar atividades de *trading*, podendo, da mesma forma, afetar os bancos e as atividades bancárias tradicionais (Whitehead, 2011). Assim, as recentes reformas de regulação bancária estrutural, ao tentarem limitar a tomada de risco por parte do sistema bancário oficial, poderão deslocá-la para o sistema *shadow banking* (Gambacorta e Rixtel, 2013), onde será mais difícil de detetar e controlar esse risco (The Economist, 2015b). Para além disso, a limitação à exposição ao risco prevista por essas reformas poderá incentivar o sistema bancário oficial a envolver-se em versões cada vez mais arriscadas das suas atividades permitidas, de modo a continuar a ser competitivo (Guynn e Kenadjian, 2015), podendo pôr em causa o objetivo central de estabilidade geral (Vickers, 2012).

Barth e McCarthy (2012) desenvolveram um estudo acerca das grandes perdas individuais de *trading*, nos EUA, no período entre 1990 e 2012, no sentido de compreender o impacto na estabilidade financeira da deslocação obrigatória das atividades de *proprietary trading* das instituições do sistema bancário oficial para IFNMs. Os autores verificaram que perdas individuais de *trading* atingiram não só os bancos do sistema bancário oficial, como também os bancos de investimento, *hedge funds* (IFNMs) e empresas de produção. No entanto, estes concluíram que as perdas incorridas pelos bancos do sistema bancário oficial foram menos ameaçadoras para a sua solvência, do que para as IFNMs. Assim, a Regra de Volcker, ao deslocar as atividades de *proprietary trading* para as entidades não-bancárias do setor *shadow banking*, poderá diminuir a estabilidade financeira, dada a menor capacidade de absorção de perdas deste tipo de entidades.

Hanson *et al.* (2011) consideram que os objetivos da regulação bancária deverão ir para além de proteger o dinheiro dos depositantes e de solucionar os problemas criados pelos intermediários não-bancários “demasiado grandes para falir”. De facto, os autores defendem que as regulações bancárias/financeiras devem incorporar medidas para reduzir a importância e a dimensão do setor *shadow banking*. Neste sentido, Hanson *et al.* (2011) sugerem a aplicação uniforme de normas de capital a um determinado tipo de exposição ao crédito com base em regulações de *haircuts*²⁰ em instrumentos de dívida titularizados (ou *asset-backed-securities*). Essas regulações

²⁰ Quando um investidor pede emprestado no mercado de acordos de recompra (*repos*), é exigido a este agente que coloque uma margem, ou pagamento inicial, designado de “*haircut*” (Hanson *et al.*, 2011).

deverão exigir que os agentes que detêm “tranches” de um instrumento de dívida titularizado coloquem e mantenham um *haircut* mínimo contra essa tranche. Para os autores, se essas regulações estiverem corretamente formuladas, verificar-se-á uma harmonização da regulação das organizações, reduzindo, dessa forma, o incentivo das atividades bancárias fundamentais, nomeadamente a atividade de concessão de crédito, se deslocarem para o setor *shadow banking*, e a importância deste setor.

3.5.5. Arbitragem Regulatória Transfronteiriça e Dificuldades de Supervisão

As potenciais implicações negativas das reformas de regulação bancária estrutural até aqui analisadas foram estudadas sob a perspectiva da sua aplicação individual. Nesta secção, analisar-se-ão as implicações associadas à implementação simultânea das reformas.

O estabelecimento simultâneo das recentes reformas de regulação bancária estrutural dos EUA, do RU e da UE representará a aplicação de regulações a instituições que estão ativas nos mercados dos três grupos de países e cujas normas apresentam diferenças significativas entre si. Os aspetos que tornam as reformas de regulação nacionais distintas poderão favorecer a arbitragem regulatória transfronteiriça por essas instituições e poderão implicar dificuldades de supervisão dos modelos bancários criados por essas reformas. Estes problemas poderiam ser pouco relevantes, caso tivesse existido alguma coordenação internacional na elaboração das reformas. Para além disso, o impacto combinado das diferentes regulações nacionais poderá implicar maiores custos para as entidades abrangidas pelas normas, do que aqueles incorridos no caso da aplicação isolada das medidas (Viñals *et al.*, 2013).

Para o alcance do objetivo de estabilidade financeira, a existência de coordenação internacional teria sido também um elemento muito importante. De facto, como os mercados atuais estão extremamente interligados, a falência de uma instituição bancária poderá desencadear uma crise financeira global. Desta forma, mesmo se um regulador nacional conseguir tornar o seu setor bancário seguro, este não poderá evitar que os bancos estrangeiros se tornem insolventes e que provoquem problemas no seu setor bancário (ou no setor financeiro, como um todo). No que diz respeito à

estabilidade financeira, os países dependem uns dos outros, não fazendo sentido que estes elaborem normas estruturais de forma independente (Lehmann, 2014).

No entanto, a coordenação internacional na elaboração e na implementação das reformas não está a ser verificada. Viñals *et al.* (2013) consideram que o desenvolvimento de princípios de avaliação das implicações da implementação das recentes reformas poderá mitigar as implicações adversas da falta de coordenação internacional (principalmente das diferenças existentes entre as recentes reformas), uma vez que poderão auxiliar as entidades de regulação a identificar correções necessárias. Esses princípios de avaliação deverão incorporar quatro elementos.

Em primeiro lugar, dever-se-á verificar uma articulação clara dos objetivos das medidas estruturais. Como esses objetivos são semelhantes nos três grupos de países, as autoridades deverão encontrar um modo de preencher as lacunas existentes entre os diferentes conjuntos de medidas que são aplicáveis a bancos de grandes dimensões e ativos internacionalmente.

Em segundo lugar, dever-se-ão analisar as consequências das recentes reformas nas reformas internacionais de regulação, de supervisão e de resolução. Em especial, dever-se-á avaliar o possível impacto destas medidas na implementação das regras de regulação de Basileia III. As recentes reformas e Basileia III diferem em termos de abordagem e de âmbito de aplicação. Enquanto as primeiras impõem restrições ao desenvolvimento de atividades bancárias específicas, Basileia III não altera os modelos bancários e estabelece requisitos de capital e de liquidez, que dependem do risco associado ao grupo bancário. Sob esta perspetiva, Gambacorta e Rixtel (2013) consideram que as recentes reformas e Basileia III serão complementares.

Em terceiro lugar, dever-se-á efetuar uma avaliação das implicações das recentes regulações na supervisão do risco. A imposição de restrições estruturais a instituições depositárias poderá encorajar a deslocação do risco para o sistema *shadow banking* (como analisado na secção 3.5.4). O controlo do risco sistémico, nesses casos, exigirá um aumento correspondente nos recursos de supervisão para fiscalizar esse sistema.

E por fim, dever-se-á atribuir a monitorização das implicações extraterritoriais das reformas de regulação estruturais a um órgão internacional, como Financial Stability Board. Esta abordagem tem a vantagem de nomear instituições experientes em matérias de cooperação internacional. No que diz respeito à monitorização dos

spillovers internacionais, esta deverá ser conduzida e atualizada periodicamente e deverá incluir uma análise do impacto dessas reformas de regulação nas instituições e nos mercados domésticos, bem como nos recursos de supervisão no país de origem e nos países de acolhimento.

Apesar da verificação de avanços significativos nos EUA, no RU e na UE na resolução das fragilidades das estruturas bancárias evidenciadas pela recente crise financeira, considera-se que existem alguns aspetos que poderão ser aprimorados.

Por um lado, considera-se que as recentes reformas poderão contribuir positivamente para solucionar a problemática da extensão do apoio implícito dos governos a atividades de elevado risco. Porém, por outro lado, as implicações positivas associadas à implementação das recentes reformas poderão não ser suficientemente benéficas para compensar as implicações negativas, uma vez que, como analisado entre as secções 3.5.1 e 3.5.5, alguns custos associados às implicações negativas poderão transmitir efeitos extremamente prejudiciais às economias e até mesmo contrários aos objetivos das reformas.

As recentes reformas preveem um conjunto de limitações e proibições ao desenvolvimento de atividades de *market-making*. No entanto, dada a importância destas atividades para a disponibilização de liquidez nos mercados, as restrições impostas pelas regras poderão condicionar a capacidade de investimento das empresas, o que poderá comprometer o crescimento económico. Para além disso, as proibições ao desenvolvimento de atividades de *trading* poderão originar a deslocação destas atividades para o setor *shadow banking*, o que poderá constituir uma fonte de risco para o objetivo central de estabilidade financeira. Desta forma, poderá ser necessário que as autoridades de regulação flexibilizem as limitações e proibições impostas ao desenvolvimento de atividades legítimas de *market-making* e que respondam à complexa questão da deslocação das atividades proibidas para o setor *shadow banking*, através de uma reavaliação do modo de atingir os seus objetivos.

Assim, considera-se que as autoridades de regulação dos países em estudo deverão avaliar e analisar continuamente as suas reformas e realizar um balanço entre as implicações positivas (benefícios) e negativas (custos) da sua adoção. No caso dos custos excederem os benefícios, estas autoridades deverão estudar melhorias a aplicar às

suas normas e, em determinados casos, examinar a necessidade de reformulação, no sentido de garantir que as recentes reformas contribuem positivamente para a harmonia do sistema financeiro como um todo.

4. Conclusão

A recente crise financeira evidenciou de forma clara as fragilidades das estruturas bancárias norte-americanas e europeias. No sentido de as solucionar, estão atualmente em fase de implementação nos EUA e no RU reformas de regulação bancária estrutural e na UE o quadro legal do estabelecimento desse tipo de reformas encontra-se em curso. Estas reformas reintroduzem os conceitos subjacentes à regulação bancária estrutural, a qual se baseia no princípio de que a combinação entre os negócios da banca comercial e de alguns negócios da banca de investimento poderá constituir uma fonte de risco para o bom funcionamento do sistema financeiro. Assim, as três reformas procuram eliminar este risco, através da imposição de limitações ao modelo bancário universal com o estabelecimento de uma linha separadora (que difere de reforma para reforma) entre os dois tipos de negócios. Neste sentido, as reformas visam alterar a forma como os bancos definem a sua estrutura, tendo como objetivos centrais comuns promover a estabilidade do sistema financeiro e solucionar a problemática de “demasiado grande para falir”.

Os processos de implementação das reformas estudadas tiveram início há cerca de um ano, os quais serão estabelecidos faseadamente ao longo de vários anos. No caso específico da UE, o quadro legal da reforma estrutural é ainda inexistente. Assim, esta investigação centra-se num tema muito recente que é, por isso, alvo de constantes atualizações e modificações, pelo que foi necessária uma investigação minuciosa e bastante rigorosa.

Esta investigação permite concluir, em primeiro lugar, que as recentes reformas de regulação irão introduzir alterações significativas às estruturas bancárias dos EUA, do RU e da UE, através da introdução de limitações ao modelo bancário universal vigente nessas jurisdições. Nos EUA e na UE, opta-se por introduzir essas limitações através de um processo de separação total entre determinadas atividades elevado risco e as restantes atividades bancárias. Na UE as restrições ao modelo bancário universal poderão ser fortificadas no caso de ser implementado o (potencial) processo de *subsidiarization*, através do qual serão transferidas algumas atividades de *trading* para uma entidade juridicamente separada do restante grupo bancário. No RU, está a ser introduzido um processo de *ring-fencing* para isolar determinadas atividades bancárias

tradicionais de algumas atividades de *trading* e poderá, em situações muito específicas, verificar-se um processo de separação total, através do qual serão aplicadas mais restrições ao modelo bancário universal do RU.

A segunda conclusão a retirar-se é que, apesar das recentes reformas partilharem dos mesmos objetivos centrais e de se basearem no conceito de separação de atividades bancárias das disposições Glass-Steagall, estas verificam grandes diferenças entre si. O grau de separação entre atividades varia de país para país, o que resulta do facto dos modelos nacionais de negócio e de organização dos bancos serem diferentes, bem como do conjunto de atividades permitidas diferir em cada nação. Com base nos elementos diferenciadores das reformas, é possível identificar-se duas dimensões que as separam (Gambacorta e Rixtel, 2013).

A primeira dimensão é o âmbito de aplicação: onde estabelecer uma linha de separação entre as atividades permitidas e as atividades proibidas. BRA do RU é a reforma com o âmbito de aplicação mais vasto, uma vez que inclui o maior número de atividades no grupo das atividades proibidas (*proprietary trading*, *market-making* e *underwriting* de títulos e investimentos em *hedge funds* e *private equity funds*). Em contraste, a Regra de Volcker verifica o âmbito de aplicação mais reduzido de entre as três reformas, ao incluir o menor número de atividades no grupo das atividades proibidas (*proprietary trading*, restringindo ainda o desenvolvimento de investimentos em *hedge funds* e *private equity funds*). A Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho verifica uma posição intermédia nesta dimensão, uma vez que engloba um maior número de atividades no grupo de atividades proibidas (*proprietary trading*, *hedge funds* e potencialmente *market-making*), do que a Regra de Volcker, mas menor, em termos gerais, do que o grupo do RU.

A segunda dimensão é a rigidez do isolamento estrutural: quão abrangente a linha de separação entre as atividades permitidas e as atividades proibidas é. No que diz respeito a esta dimensão, a Regra de Volcker é a mais rígida das reformas, ao excluir totalmente as atividades proibidas do domínio das entidades bancárias. Já BRA é a reforma que verifica o menor grau de rigidez, dado que as atividades protegidas podem coexistir, em termos gerais, na mesma HB com as atividades proibidas, em entidades distintas, embora esta coexistência esteja limitada por restrições intragrupo. Uma vez que a Proposta de Regulamento da UE se trata de um modelo de separação “híbrido” ao

incorporar, tanto elementos da separação total da Regra de Volcker, como poderá incorporar, no caso da verificação do processo de *subsidiarization*, elementos que coincidem com os do processo de separação parcial de BRA, esta verifica um grau médio de rigidez, ao permitir que determinadas atividades proibidas coexistam com as atividades permitidas.

Terceira conclusão, a implementação das reformas de regulação poderá gerar graves implicações negativas, nomeadamente elevados custos de implementação das reformas, dificuldade de distinção entre atividades proibidas e atividades permitidas, redução de liquidez e custos mais elevados de capital, deslocação das atividades proibidas para o setor *shadow banking* e arbitragem regulatória transfronteiriça e dificuldades de supervisão. A confirmação destas implicações poderá envolver a proliferação de efeitos nefastos nas economias de origem das reformas e na economia global e poderá implicar, não só a não-concretização dos objetivos centrais comuns às recentes reformas, como poderá, em última análise, ter efeitos contrários sob estes objetivos e contribuir para o surgimento de novos desafios. No sentido de minimizar os possíveis efeitos negativos da implementação das reformas, e dado que a grande preocupação das autoridades de regulação e dos governos norte-americano e europeus é evitar a ocorrência de crises com a dimensão da recente crise financeira, dever-se-á ter em consideração todos estes aspetos e a (potencial) necessidade de corrigir algumas das proibições e restrições previstas pelos seus quadros legais (ou, no caso da Europa, pela sua Proposta de Regulamento) e redefinir os seus objetivos. É essencial que as reformas e as suas implicações sejam avaliadas continuamente, pelas autoridades competentes, no sentido de garantir que estas contribuem para a harmonia do sistema financeiro e da economia como um todo.

Ainda assim, é inegável a necessidade de reformar estruturalmente a organização das instituições bancárias norte-americanas e europeias, sendo a implementação das recentes reformas de regulação bancária estrutural um passo na direção correta. Citando Joseph Stiglitz, prémio Nobel em Economia: “*Any institution that has the benefits of a commercial bank — including the government’s safety nets — has to be severely restricted in its ability to take on risk. There are simply too many conflicts of interest and too many problems to allow commingling of the activities of commercial and investment banks. The promised benefits of the repeal of Glass-Steagall*

proved illusory and the costs proved greater than even critics of the repeal imagined.”
(Lane, 2010).

Por último, futuras investigações poderão efetuar uma análise comparativa entre as implicações esperadas da adoção das recentes reformas e as implicações reais da sua verificação, a qual apenas será possível executar quando os respetivos processos de implementação forem concluídos. Através dessa análise será, então, possível proceder a correções ou a alterações efetivas aos elementos constituintes das normas, com o intuito de melhor se atingirem os objetivos centrais comuns das recentes reformas.

Apêndice A: Glossário

Atividade de *trading*: Posição ativa líquida num instrumento ou ativo subjacente. Existem quatro tipos de atividades de *trading*: (1) Posição de *trading* – compra de grandes blocos de títulos na expectativa de um movimento positivo do preço; (2) Arbitragem pura – compra de um ativo num mercado, a um dado preço, e a venda imediata desse título noutro mercado, a um preço mais elevado; (3) Arbitragem de risco – compra de blocos de títulos em antecipação da divulgação de informações; (4) Programa de *trading* – programa informático para efetuar negociações. Estes tipos de atividades de *trading* podem ser executados por conta de um cliente, como agente (ou corretor), ou por conta da empresa (Saunders e Cornett, 2008).

***Credit default swap (CDS)*:** Contrato que garante a proteção contra o risco de um evento de crédito de uma determinada empresa ou país. O comprador de CDS efetua pagamentos periódicos ao vendedor de CDS até à ocorrência de um evento de crédito, ou até à maturidade do contrato (o que ocorrer primeiro). Se se verificar um evento de crédito, o comprador de CDS é compensado pela perda incorrida. Essa compensação será igual à diferença entre o valor nominal da obrigação ou empréstimo e o seu valor de mercado, após o incumprimento (Blanco *et al.*, 2005).

Instituição financeira não-monetária (IFNM): Instituição que não possui licença bancária integral e que não pode aceitar depósitos. Porém, pode fornecer serviços financeiros alternativos como *pooling* de risco, consultoria financeira, corretagem, serviços de câmbios, entre outros. Para além disso, à semelhança dos bancos licenciados, oferecem crédito ao consumo. Exemplos de IFNM: companhias de seguros, investidoras em *venture capital*, empresas de conversão cambial e empresas de microcrédito (World Bank).

Instrumento de dívida titularizado (*asset-backed security*, ABS): É um título que é financiado pelos fluxos de caixa de um conjunto (*pool*) de *special purpose vehicles* e não pelos fundos de uma empresa. Os conjuntos de ativos poderão incorporar hipotecas residenciais (*residential mortgage-backed security*, RMBS), hipotecas

comerciais (*commercial mortgage-backed security*, CMBS), crédito automóvel, crédito à educação, entre outros (Gorton e Metrick, 2009).

Market-making: Enquanto *market-maker*, um banco promove a estabilidade dos preços, ao manter um inventário de um determinado título com a vontade e a capacidade de intervir e corrigir os desequilíbrios temporários da oferta e procura do título (Greenbaum e Thakor, 2007). Esta atividade pode ser realizada por *securities firms* ou bancos de investimento, existindo dois tipos de intervenção: na qualidade de agentes (corretores) e na qualidade de mandatários. No primeiro tipo de intervenção, os *market-makers* executam transações bidirecionais por conta dos clientes, em contrapartida de uma comissão. No segundo tipo de intervenção, os *market-makers* procuram lucrar com movimentos do preço de títulos e tomam posições de inventário curtas ou longas, por conta própria (Saunders e Cornett, 2008).

Modelo bancário universal: Num modelo bancário universal, os produtos bancários, de seguros e de investimentos são vendidos por uma mesma empresa (universal) de serviços financeiros com os objetivos de maximizar as sinergias de receitas e custos e de reduzir o risco através da diversificação (Saunders e Cornett, 2008).

Negociação *over-the-counter*: Negociação de títulos diretamente entre as partes envolvidas, ou seja, fora da Bolsa de Valores (Greenbaum e Thakor, 2007).

***Special purpose vehicle (SPV)*:** SPV ou *special purpose entity (SPE)* é uma entidade legal estabelecida por outra empresa (a sua gestora) com um objetivo específico e limitado. Uma SPV pode ser uma empresa, sociedade, associação ou sociedade anónima. Este tipo de entidade pode ser uma subsidiária da empresa gestora, ou pode ser uma SPV “órfã”, isto é, não consolidada com a empresa gestora, em termos legais, contabilísticos e fiscais. Uma SPV apenas poderá ter um propósito específico, ou atividade circunscrita. O modo de funcionamento deste tipo de entidades é diferente do habitual: limita-se a ser caracterizada por um conjunto de regras; não tem funcionários,

nem localização física; e, em termos legais, nunca poderá entrar em falência (Gorton e Metrick, 2009).

Titularização: A titularização é um processo de desintermediação no qual o crédito de bancos comerciais ou outros emprestadores é substituído por títulos de dívida negociáveis num mercado, sendo emitidos a um custo mais baixo. A titularização envolve a formação de uma carteira de ativos financeiros, para que os títulos de dívida possam ser vendidos a investidores externos para financiar essa mesma carteira (Francis, 1991 *cfr* Pinto e Marques, 2007).

Referências Bibliográficas

Adrian, T. e A. B. Ashcraft (2012), “Shadow Banking Regulation”, *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 4, pp. 99-140.

Bank of England, “Prudential Regulation Authority”, Banks & building societies list, <http://www.bankofengland.co.uk/pru/Pages/authorisations/banksbuildingsocietieslist.aspx> [Acedido a 10-07-2015].

Barth, J. R., R. D. Brumbaugh, e J. A. Wilcox (2000), “Policy Watch: The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, N.º 2, pp. 191-204.

Barth, J. R. e D. McCarthy (2012), “Trading Losses: A Little Perspective on a Large Problem”. Santa Monica, CA: Milken Institute, http://assets1c.milkeninstitute.org/assets/Publication/ResearchReport/PDF/Trading_Losses.pdf [Acedido a 29-04-2015].

Barth, J. R., A. Prabha e C. Wihlborg (2015), “The Dodd-Frank Act: Key Features, Implementation Progress, and Financial System Impact”. Santa Monica, CA: Milken Institute, <http://www.globalbanking.org/reports/The-Dodd-Frank-Act-Key-Features-Implementation-Progress.pdf> [Acedido a 20-04-2015].

Binder, J. H. (2014), “To Ring-Fence or Not, and How? Strategic Questions for Post-Crisis Banking Reform in Europe”, in *International Conference on European Banking Regulation – 3, 4 July 2014*. Munich, Germany: Ludwig-Maximilians-Universität München – Centre for Advanced Studies, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2543860 [Acedido a 12-03-2015].

Blanco, R., S. Brennan e I. W. Marsh (2005), “An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit-Default Swaps”, *The Journal of Finance*, Vol. 60, N.º 5, pp. 2255-2281.

Campbell, A. e E. Bakir (2012), “The Pre-1980 Roots of Neoliberal Financial Deregulation”, *Journal of Economic Issues*, Vol. 56, N.º 2, pp. 531-539.

Chow, J. T. S. e J. Surti (2011), “Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It?”, *IMF Working Paper*, WP 11/236. Washington, DC: International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11236.pdf> [Acedido a 03-04-2015].

Clearly Gottlieb (2014), “UK Enacts Banking Reform Act 2013”. New York, NY: Clearly Gottlieb, <http://www.cgsh.com/uk-enacts-banking-reform-act/> [Acedido a 20-04-2015].

Coates, J. C. (2015), “Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications”, *The Yale Law Journal*, Vol. 124, N.º4, pp.882-1011.

Comissão Europeia (2014a), “Documento de Trabalho dos Serviços da Comissão: Resumo da Avaliação de Impacto que Acompanha o Documento – Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho Relativo às Medidas Estruturais Destinadas a Melhorar a Capacidade de Resistência das Instituições de Crédito da UE e Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho Relativo à Notificação e à Transparência das Operações de Financiamento através de Valores Mobiliários”. Bruxelas, Bélgica: Comissão Europeia, <http://www.ipex.eu/IPEXL-WEB/dossier/document.do?code=SWD&year=2014&number=31&appLng=PT> [Acedido a 15-04-2015].

Comissão Europeia (2014b), “Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho Relativo às Medidas Estruturais Destinadas a Melhorar a Capacidade de Resistência das Instituições de Crédito da UE”. Bruxelas, Bélgica: Comissão Europeia, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0043&from=EN> [Acedido a 15-04-2015].

Dodd, C. e B. Frank (2010), “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, Public Law 111-20. Washington, DC: Securities and Exchange Commission, <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf> [Acedido a 12-12-2014].

Edmonds, T. (2013), “The Independent Commission on Banking: The Vickers Report”. London, United Kingdom: House of Commons Library, <http://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN06171> [Acedido a 15-12-2014].

European Banking Authority (2012), “Opinion of the European Banking Authority on the Recommendations of the High-Level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector”. London, United Kingdom: European Banking Authority, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/16103/EBA-BS-2012-219--opinion-on-HLG-Liikanen-report---2-.pdf> [Acedido a 20-01-2015].

Financial Crisis Inquiry Commission (2011), “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States”. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> [Acedido a 04–04–2015].

Financial Stability Board (2014), “Structural Banking Reforms: Cross-Border Consistencies and Global Financial Stability Implications – Report to G20 Leaders for the November 2014 Summit”. Basel, Switzerland: Financial Stability Board, http://www.financialstabilityboard.org/2014/10/r_141027/ [Acedido a 21–05–2015].

Financial Times, “Lexicon”, Definition of Building Society, <http://lexicon.ft.com/Term?term=building-society> [Acedido a 10–07–2015].

Funk, R. J. e D. Hirschman (2014), “Derivatives and Deregulation: Financial Innovation and the Demise of Glass-Steagall”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 59, N.º 4, pp. 669-704.

Gambacorta, L. e A. V. Rixtel (2013), “Structural Bank Regulation Initiatives: Approaches and Implications”, BIS Working Papers, N.º 412. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/work412.pdf> [Acedido a 26–04–2015].

Gennaioli, N., A. Shleifer, A. e R. W. Vishny (2013), “A Model of Shadow Banking”, *The Journal of Finance*, Vol. 68, N.º 4, pp. 1331-1363.

Ghosh, C. e M. Petrova (2013), “Does Deregulation Induce Competition in the Market for Corporate Control? The Special Case of Banking”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, 5220-5235.

Glass, C. e H. B. Steagall (1933), “Banking Act of 1933”, Public Law 66-73D Congress. New York, NY: Federal Reserve Bank of New York, <https://archive.org/details/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933> [Acedido a 29–11–2014].

Gorton, G. e A. Metrick (2009), “Haircuts”, *NBER Working Papers Series*, Working Paper 15273.

Gorton, G. e A. Metrick (2013), “The Federal Reserve and Panic Prevention: The Roles of Financial Regulation and Lender of Last Resort”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, N.º 4, pp. 45-64.

Government Accountability Office (2009), “Characteristics and Performance of Nonprime Mortgages”. Washington, DC: United States Government Accountability Office, <http://www.gao.gov/new.items/d09848r.pdf> [Acedido a 15-05-2015].

Greenbaum, S.I. e A. V. Thakor (2007), *Contemporary Financial Intermediation*, New York, NY: Academic Press.

Guynn, R. D. e P. Kenadjian (2015), “Structural Solutions: Blinded by Volcker, Vickers, Liikanen, Glass Steagall and Narrow Banking”, in P. S. Kenadjian e A. Dombret (editors), *Too Big to Fail III: Structural Reform Proposals - Should We Break Up the Banks?*, Berlin, Germany: De Gruyter, pp. 125-144.

Haldane, A. G. (2012), “On Being the Right Size”. Basel, Switzerland: Bank of International Settlements, <http://www.bis.org/review/r121030d.pdf> [Acedido a 01-05-2015].

Hanson, S. G., A. K. Kashyap e J. C. Stein (2011), “A Macroprudencial Approach to Financial Regulation”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, N.º 1, pp. 3-28.

Horst, T. (2012), “Credit Ratings and the Debt-Related Costs for a Subsidiary of a Multinational Firm”, in Schön, W. e K. A. Konrad (editors), *Fundamentals of International Transfer in Law and Economics*, Heidelberg, Germany: Springer, pp. 159-183.

Isidore, C. (2010), “Fed Made 9\$ Trillion in Emergency Overnight Loans”. CNN, http://money.cnn.com/2010/12/01/news/economy/fed_reserve_data_release/ [Acedido a 20-05-2015].

Johnson, S. e J. Kwak (2010), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York: Pantheon Books.

Kerr, W. R. e R. Nanda (2010), “Banking Deregulations, Financing Constraints, and Firm Entry Size”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 8, N.º 2-3, pp. 582-593.

Kim, T., B. Koo e M. Park (2013), “Role of Financial Regulation and Innovation in the Financial Crisis”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 9, N.º 4, pp. 662-672.

Krahnen, J.P. (2013), “Rescue by Regulation? Key Points of the Liikanen Report”, SAFE Whitepaper Series N.º 9. Frankfurt am Main, Germany: Goethe

Universität, <http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/frontdoor/index/index/docId/32283> [Acedido a 03-03-2015].

Krawiec, K. D. (2013), “Don’t ‘Skrew Joe the Plummer’: The Sausage-Making of Financial Reform”, *Arizona Law Review*, Vol. 55, N.º 53, pp. 53-103.

Krugman, P. (2012), *End This Depression Now!*, New York, NY: WW Norton & Company.

Lambert, F., K. Ueda, P. Deb, D. Gray e P. Grippa (2014), “How Big is the Implicit Subsidy for Banks Considered Too Important to Fail?” in *Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity-to Growth-Driven Markets* (Chapter 3). Washington, DC: International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/pubs/FT/GFSR/2014/01/pdf/text.pdf> [Acedido a 02-04-2015].

Lane, A. (2010), “Joseph Stiglitz: Why We Have to Change Capitalism”. The Telegraph, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/7061058/Joseph-Stiglitz-Why-we-have-to-change-capitalism.html> [Acedido a 22-05-2015].

Lane, P. R. (2012), “The European Sovereign Debt Crisis”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, N.º 3, pp. 49-68.

Lannoo, K. (2014), “A European Glass-Steagall to Preserve the Single Market”. Brussels, Belgium: Centre for European Policy Studies, <http://www.ceps.eu/publications/european-glass-steagall-preserve-single-market> [Acedido a 12-03-2015].

Lehmann, M. (2014), “Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Banking Activities: Comparison of Structural Reform Acts Around the World”, LSE Legal Studies Working Paper 25/2014. London, United Kingdom: London School of Economics and Political Science – Law Department, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2519935 [20-02-2015].

Liikanen, E. (2012), “High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector – Final Report”. Brussels, Belgium: European Commission, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf [Acedido a 01-12-2014].

Lucas, R. E. (2013), “Glass-Steagall: A Requiem”, *The American Economic Review*, Vol. 103, N.º 3, pp. 43-47.

Madison, G. W., G. J. Cohen e W. A. Shirley (2015), “Reconsidering Three Dodd-Frank Initiatives: The Volcker Rule, Limitations on Federal Reserve Section 13(3) Lending Powers and SIFI Thresholds”, *Banking and Financial Services Policy*, Junho.

Markham, J. W. (2010), “The Subprime Crisis – A Test Match for the Bankers: Glass-Steagall vs. Gramm-Leach-Bliley”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 12, N.º 4, pp. 1081-1134.

Masciandaro, D. e M. Suardi (2014), “Public Interest and Lobbies in Reforming Banking Regulation: Three Tales of Ring Fencing”, *International Review of Economics*, N.º 61, pp. 305-328.

Mateus, A. M. (2011), “Banking Regulatory Reform: ‘Too Big to Fail’ and What Still Needs to be Done”, in *Seminar on Banking Regulatory Reform and the Vickers Report – June 8, 2011*. London, United Kingdom: Jevons Institute for Competition Law and Economics – University College of London, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1931689 [Acedido a 03-01-2015].

Mayer Brown (2014), “Does Volcker + Vickers = Liikanen? EU Proposal for a Regulation on Structural Measures Improving the Resilience of EU Credit Institutions”. Chicago, IL: Mayer Brown, <https://www.mayerbrown.com/Does-Volcker--Vickers--Liikanen-02-26-2014/> [Acedido a 03-01-2015].

Mayer Brown (2015), “Volcker, Vickers, Liikanen: Which is the More Problematic for the Banking Industry?”, Chicago, IL: Mayer Brown, https://www.mayerbrown.com/files/uploads/Documents/EventMaterials/2015_PDFs/Continuing-Impact-Dodd-Frank-2015/Panel1-TheVolckerRule1.PDF [Acedido a 05-06-2015].

McDonald, L. G. e P. Robinson (2009), *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*, New York, NY: Crown Publishing Company.

Miller, M., L. Zhang e H. H. Li (2013), “When Bigger Isn’t Better: Bailouts and Bank Reform”, *Oxford Economic Papers*, Vol. 65, pp. i7-i41.

Moss, D. A. (2009), “An Ounce of Prevention: Financial Regulation, Moral Hazard, and the End of ‘Too Big to Fail’”, *Harvard Magazine*, N.º 516, pp. 27-31.

Murdock, C. W. (2013), “The Big Banks: Background, Deregulation, Financial Innovation, and ‘Too Big to Fail’”, *Denver University Law Review*, Vol. 90, N.º 2, pp. 505-558.

Pinto, J. F. M. e O. M. Marques (2007), “O Movimento de Titularização de Ativos em Portugal”, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 26, pp. 8-45.

Polouček, S. (2014), “Lender of Last Resort and Too-Big-to-Fail Hypothesis”, in *Proceedings of the 14th International Conference on Finance and Banking*, pp. 349-358. Prague, Czech Republic: International Conference on Finance and Banking, http://icfb.rs.opf.slu.cz/sites/icfb.rs.opf.slu.cz/files/37_poloucek.pdf [Acedido a 05-05-2015].

Prudential Regulation Authority (2014), “The Implementation of Ring-Fencing: Consultation on Legal Structure, Governance and the Continuity of Services and Facilities”, Consultation Paper, CP 19/14. London, United Kingdom: Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/pr/Documents/publications/cp/2014/cp1914.pdf> [Acedido a 21-05-2015].

PwC (2015), “Volcker Rule: Are You Really Market Making?”. London, United Kingdom: Pricewaterhouse Coopers, http://www.pwc.com/en_US/us/financial-services/regulatory-services/publications/assets/volcker-rule-rentd.pdf [Acedido a 22-05-2015].

Richardson, M., R. C. Smith e I. Walter (2010), “Large Banks and the Volcker Rule”, in V. V. Acharya *et al.* (editors), *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, New York, NY: John Wiley and Sons, pp. 181-212.

Richardson, M. (2012), “Why the Volcker Rule Is a Useful Tool for Managing Systemic Risk”. Washington, D.C.: Securities and Exchange Commission: <http://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-316.pdf> [Acedido a 02-04-2015].

Robertson, J. (2009), “Private Equity Funds”, *New Political Economy*, Vol. 14, N.º 4, pp. 545-555.

Saunders, A. e M. M. Cornett (2008), *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, New York, NY: McGraw-Hill Companies Inc.

Schäfer, A., I. Schnabel e B. W., Mauro (2015), “Financial Sector Reform After the Subprime Crisis: Has Anything Happened?”, *Investigação – Trabalhos em Curso, Review of Finance*, pp. 1-55.

Thakor, A. V. (2012), “The Economic Consequences of the Volcker Rule”. Washington, DC: US Chamber of Commerce – Center for Capital Markets Competitiveness, <http://www.centerforcapitalmarkets.com/the-economic-consequences-of-the-volcker-rule/> [Acedido a 18-04-2015].

The Economist (2015a), “Liquidity in Markets: Frozen”, <http://www.economist.com/node/21648673> [Acedido a 22-04-2015].

The Economist (2015b), “Volcker Rule: Much Ado About Trading”, <http://www.economist.com/node/21659671> [Acedido a 01-08-2015].

UK Parliament (2013), “Financial Services (Banking Reform) Act 2013”, London, United Kingdom: United Kingdom Parliament, http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/33/pdfs/ukpga_20130033_en.pdf [Acedido a 10-04-2015].

Vickers, J. (2011), “Independent Commission on Banking: Final Report – Recommendations”. London, United Kingdom: United Kingdom Government, http://www.ecgi.org/documents/icb_final_report_12sep2011.pdf [Acedido a 04-12-2014].

Vickers, J. (2012), “Some Economics of Banking Reform”, *Rivista di Politica Economica*, N.º4, pp. 11-35.

Vickers, J. (2013), “Banking Reform in Britain and Europe”, in *Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons – April 16-17, 2013*. Washington, DC: International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/jv.pdf> [Acedido a 20-12-2014].

Viñals, J., C. Pazarbasioglu, J. Surti, A. Narain, M. Erbenova e J. Chow (2013), “Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help?”, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/4. Washington, DC: IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1304.pdf> [Acedido a 10-01-2015].

Volcker, P. (2010), “How to Reform Our Financial System”. The New York Times, http://www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31volcker.html?_r=0 [Acedido a 16-04-2015].

Wallison, P. J. (2011), “Did the 'Repeal' of Glass-Steagall Have Any Role in the Financial Crisis? Not Guilty; Not Even Close”, in J. A. Tantom (editor), *Financial Market Regulation: Legislation and Implications*, New York, NY: Springer, pp. 19-29.

Walter, J. R. (2005), “Depression-Era Bank Failures: The Great Contagion or the Great Shakeout?”, *Economic Quarterly*, Vol. 91, N.º 1, pp. 39-54.

Webber, M. (2010), “Volcker to Spell out Future of Banks”. BBC News, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8486091.stm> [Acedido a 10-03-2015].

Whitehead, C. K. (2011), “The Volcker Rule and Evolving Financial Markets”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 1, pp. 40-73.

Wilmarth, A. E. (2002), “How Should We Respond to the Growing Risks of Financial Conglomerates?”, in P. A. McCoy (editor), *Financial Modernization after Gramm-Leach-Bliley*, Newark, NJ: LexisNexis, pp. 45-135.

Wilmarth, A. E. (2009), “The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis”, *Connecticut Law Review*, Vol. 41, N.º 9, pp. 962-1050.

World Bank, “Key Terms Explained”, Nonbanking Financial Institution, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTGLOBALFINREPOR T/0,,contentMDK:23268764~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:8816097,0.html> [Acedido a 10-05-2015].